

# **Analisis Pengendalian dan Kepemimpinan Keluarga serta Peran Monitoring Dewan Komisaris Terhadap Kinerja Perusahaan**

**MUKHYAR**  
**VERA DIYANTY**  
*Universitas Indonesia*

Family controls nearly about 60% of Indonesian public companies. Thus this study aims to examine the effect of family control on firm performance and also how leadership by family member and the monitoring role of Boards can moderate that effect. By utilizing 354 years firm data, we found that family control either by direct or pyramidal ownership positively influences firm performance, while family leadership weaken that influence. On the other hand, board of commissioner effectiveness is not proven to moderate the effect of family control on firm performance. The result of this study provides implication for regulator to require the disclosure of the ultimate owner of the firm and its chain of ownership, so it will be easier to monitor the activity of the ultimate owner and its member on firm.

Keywords: The Monitoring Role of Board of Commissioner, Direct and Pyramidal Ownership Mechanism, Family Control, Family Leadership, Firm Performance

## **1. PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang dan Motivasi Penelitian**

Claessens, Djankov, & Lang (2000) menemukan bahwa keluarga mengendalikan lebih dari setengah perusahaan yang ada di Asia Timur. Penelitian terbaru yang dilakukan Carney & Child (2013) masih membuktikan hal yang sama, bahwa pengendalian keluarga masih menjadi bentuk kepemilikan yang dominan di Asia Timur. Bahkan hampir diseluruh dunia, banyak perusahaan memiliki pemegang saham pengendali tunggal yang biasanya merupakan keluarga atau negara (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999).

Kepemilikan mayoritas oleh pihak keluarga pada suatu perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan yang berbeda dengan perusahaan yang kepemilikannya tersebar. Pada perusahaan dengan kepemilikan yang tersebar, konflik keagenan biasanya terjadi antara manajer perusahaan dengan para pemegang saham akibat tindakan yang diambil oleh manajer sebagai agen tidak sesuai dengan kepentingan para pemegang saham (Eisenhardt, 1989). Sedangkan pada perusahaan dengan kepemilikan yang

terkonsentrasi, konflik keagenan terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999). Hal ini mungkin terjadi karena pemegang saham mayoritas mampu mengendalikan manajemen perusahaan sehingga dalam hal ini pihak yang paling mungkin dirugikan dari kebijakan yang diambil oleh manajemen adalah pemegang saham minoritas.

Pengendalian pihak keluarga terhadap suatu perusahaan pada umumnya diperoleh dengan menjadi pemegang saham mayoritas perusahaan baik melalui mekanisme kepemilikan langsung maupun melalui mekanisme kepemilikan yang membentuk struktur piramida. Berbeda dengan pengendalian melalui kepemilikan langsung yang diperoleh dengan struktur kepemilikan yang sederhana, pengendalian melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida diperoleh melalui serangkaian rantai kepemilikan pada perusahaan lain (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Rantai kepemilikan ini memungkinkan suatu pihak untuk mengendalikan sebuah perusahaan dengan persentase kepemilikan dan investasi yang relatif lebih kecil (Claessens, et.al., 2000).

Pengendalian melalui kepemilikan mayoritas oleh pihak keluarga baik melalui mekanisme kepemilikan langsung maupun mekanisme kepemilikan piramida dapat menimbulkan konflik keagenan antara pihak keluarga sebagai pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas lainnya (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999). Konflik keagenan yang akan menimbulkan biaya keagenan ini tentunya akan memberikan dampak tertentu terhadap kinerja perusahaan.

Anderson dan Reeb (2003) dan Chu (2011) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa dengan semakin besarnya kepemilikan yang dimiliki oleh pihak keluarga, maka kinerja perusahaan tersebut akan semakin baik. Hal ini dikarenakan dengan semakin besarnya kepemilikan yang dimiliki oleh pihak keluarga, maka akan semakin besar juga sumber daya yang disalurkan pada perusahaan, sehingga risiko kerugian yang harus dihadapi oleh pihak keluarga menjadi semakin besar (Anderson & Reeb, 2003). Dengan semakin besarnya kepemilikan langsung pihak keluarga pada sebuah perusahaan, perbedaan hak

arus kas dengan hak kendali yang dimiliki pihak keluarga akan semakin kecil sehingga akan menimbulkan *alignment effect* yang dapat mengurangi insentif pihak keluarga untuk melakukan ekspropriasi pada perusahaan (Fan & Wong, 2002). Selain itu kepemilikan secara langsung yang lebih tinggi pada sebuah perusahaan dapat meningkatkan *socioemotional wealth* pihak keluarga yang dapat meningkatkan motivasi keluarga untuk mempertahankan dan mengembangkan perusahaan keluarganya tersebut (Gómez-Mejía, et.al., 2007).

Sedangkan melalui mekanisme kepemilikan yang membentuk struktur piramida, pihak keluarga dapat memperoleh pengendalian terhadap perusahaan dengan investasi yang relatif lebih kecil sehingga memungkinkan terjadinya perbedaan antara hak arus kas dengan hak kendali yang dimiliki keluarga (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999). Fan dan Wong (2002) mengungkapkan bahwa perbedaan hak arus kas dan hak kendali ini membuat pihak keluarga cenderung melakukan ekspropriasi karena hak arus kas yang lebih rendah dapat mengurangi potensi resiko kerugian dari tindakan ekspropriasi yang dilakukan. Melalui mekanisme kepemilikan ini, pemegang saham pengendali dapat menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadinya, yang menyebabkan tidak optimalnya pemanfaatan sumber daya perusahaan sehingga memberikan dampak buruk terhadap kinerja perusahaan (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2004).

Selain melalui kepemilikan mayoritas, pihak keluarga pada umumnya meningkatkan pengendalian yang dimiliki dengan menempatkan dirinya ataupun anggota keluarganya sebagai pimpinan utama perusahaan (Peng & Jiang, 2010). Hal ini sangat terlihat pada perusahaan keluarga di Asia, dimana pimpinan utama dari sekitar 60% perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi diisi oleh orang yang memiliki hubungan keluarga dengan pengendali perusahaan (Claessens, Djankov, & Lang, 2000). Namun selain untuk mempertahankan pengendaliannya, penempatan anggota keluarga pada posisi pimpinan

utama perusahaan menjadi sebuah strategi untuk menyelaraskan tujuan keluarga dengan manajemen perusahaan (Anderson & Reeb, 2003; Peng & Jiang, 2010).

Sebagai sebuah strategi yang digunakan untuk menyelaraskan tujuan keluarga dengan manajemen perusahaan, maka penempatan anggota keluarga sebagai pemimpin utama perusahaan akan mempengaruhi dampak pengendalian oleh pihak keluarga terhadap kinerja perusahaan tersebut (Peng & Jiang, 2010; Chung & Chan, 2012). Pengendalian pihak keluarga yang diperoleh melalui mekanisme kepemilikan langsung akan memberikan dampak positif yang lebih besar ketika pimpinan utama perusahaan tersebut adalah anggota dari keluarga pengendali. Hal ini dikarenakan pihak keluarga yang mengendalikan perusahaan secara langsung memiliki *socioemotional wealth* yang lebih tinggi, dan akan berusaha untuk mempertahankan hal tersebut dengan menjamin kesinambungan usaha perusahaan (Gómez-Mejía, et. al., 2007). Sedangkan pihak keluarga akan lebih mudah melakukan tindakan ekspropriasi ketika anggota keluarga menjadi pimpinan utama perusahaan sehingga kepemimpinan keluarga akan meningkatkan dampak negatif pengendalian melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan (Chung & Chan, 2012).

Sistem tata kelola yang baik akan sangat dibutuhkan untuk menjamin akuntabilitas dan pengawasan yang efektif terhadap manajemen perusahaan (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999; OECD, 2004). Dewan komisaris ini merupakan Organ tata kelola perusahaan yang berfungsi sebagai pengawas sekaligus pensihat manajemen dalam menjalankan kepengurusan perusahaan (UU PT, 2007).

Dewan komisaris yang efektif dianggap merupakan salah satu faktor yang penting untuk memastikan mekanisme tata kelola yang ada pada perusahaan perusahaan berjalan dengan baik sehingga dapat menjamin integritas dan akuntabilitas perusahaan (Clarke, 1998). Dengan demikian peran dewan komisaris diharapkan dapat mencegah tindakan ekspropriasi yang dilakukan oleh pihak keluarga, sehingga akan mengurangi dampak negatif pengendalian pihak keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap

kinerja perusahaan. Sedangkan pihak keluarga yang mengendalikan perusahaan melalui mekanisme kepemilikan langsung memiliki *socioemotional wealth* dan akan berusaha mempertahankan hal tersebut, sehingga kehadiran dewan komisaris yang efektif dapat meningkatkan dampak positif yang diberikan pihak keluarga terhadap kinerja perusahaan karena dapat memberikan pandangan strategis terhadap rencana kerja manajemen (Gómez-Mejía, et.al., 2007; Clarke, 1998).

Hubungan antara kepemimpinan keluarga (kehadiran anggota keluarga dalam top manajemen perusahaan), mekanisme pengendalian keluarga, dan kinerja perusahaan yang dikendalikan merupakan salah satu isu yang masih hangat untuk dibahas dalam bidang bisnis keluarga (Chung & Chan, 2012), Di Indonesia berdasarkan penelitian yang sudah dilakukan (diyanty, 2012), lebih dari 50% perusahaan dikendalikan oleh keluarga..Dengan demikian, apakah dan bagaimana kepemimpinan oleh pihak keluarga dan struktur kepemilikan yang dimilikinya mempengaruhi kinerja perusahaan merupakan salah satu isu utama menarik untuk dibahas dalam perusahaan keluarga (Peng & Jiang, 2010).

## **1.2. Permasalahan dan Tujuan Penelitian**

Berdasarkan penjelasan pada latar belakang, maka permasalahan dan tujuan dari penelitian ini adalah

1. Apakah pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung (*direct ownership*) memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan?
2. Apakah pengendalian keluarga melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida (*pyramidal ownership*) memberikan pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan?
3. Apakah anggota keluarga yang menjadi direktur utama perusahaan akan memperkuat hubungan positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan?
4. Apakah anggota keluarga yang menjadi direktur utama perusahaan akan memperkuat hubungan negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan?

5. Apakah efektivitas dewan komisaris mampu meningkatkan hubungan positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan?

## 2. KERANGKA TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESA

### 2.1. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan telah menjadi salah satu isu yang banyak diteliti dan masih menjadi isu yang banyak dijadikan topik penelitian oleh banyak peneliti (Anderson & Reeb, 2003; Ang, Cole, & Wuh Lin, 2000; Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Demsetz & Lehn, 1985; Chung & Chan, 2012). Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi struktur kepemilikan pada suatu perusahaan. Demsetz & Lehn (1985), terdapat tiga faktor utama yang mempengaruhi hal tersebut. Ketiga faktor itu adalah ukuran yang memaksimalkan nilai (*value-maximizing size*) perusahaan, potensi pengendalian (*control potential*), dan regulasi.

Dengan berkembangnya ukuran yang memaksimalkan nilai sebuah perusahaan, maka masing-masing efek *risk-neutral* dan *risk-aversion*<sup>1</sup> dari semakin besarnya ukuran perusahaan tersebut akan melebihi biaya yang mungkin muncul dengan semakin menyebarnya kepemilikan, oleh karena itu dengan semakin besarnya ukuran perusahaan, maka diharapkan konsentrasi kepemilikan akan semakin kecil. Faktor kedua yang mempengaruhi struktur kepemilikan perusahaan adalah potensi pengendalian, yaitu manfaat yang didapat melalui monitoring yang lebih efektif terhadap kinerja manajemen oleh pemilik perusahaan. Faktor ketiga yang menurut Demsetz & Lehn (1985) mempengaruhi struktur kepemilikan adalah regulasi, yang mungkin saja membatasi kepemilikan suatu pihak pada perusahaan.

---

<sup>1</sup>*Risk-neutral effect* menunjukkan bahwa semakin menyebar kepemilikan perusahaan, maka ukuran perusahaan juga semakin besar. Untuk menjaga konsentrasi kepemilikan di saat perusahaan membutuhkan modal yang semakin besar, dibutuhkan beberapa kelompok yang bersedia untuk menanamkan modal. *Risk-aversion effect* menjelaskan bahwa kelompok ini hanya ingin menanamkan modalnya dengan harga yang murah akibat risiko yang ditanggungnya akan lebih besar. Hal ini akan mengurangi usaha pemilik untuk menjaga konsentrasi kepemilikannya.

Selain faktor-faktor yang mempengaruhinya, pembahasan mengenai struktur kepemilikan sering kali dihubungkan dengan isu konflik keagenan. Dengan struktur kepemilikan yang berbeda, konflik keagenan dapat bergeser dari konflik antara manajer dengan pemegang saham menjadi konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, seperti yang diungkapkan oleh Claessens, Djankov, & Lang (2000). Pergeseran konflik keagenan ini disebabkan oleh kepemilikan yang cenderung terpusat pada suatu pihak, sehingga pihak yang memiliki kepemilikan mayoritas cenderung dapat mengendalikan manajemen perusahaan (Claessens S. , Djankov, Fan, & Lang, 1999).

Pengendalian terhadap sebuah perusahaan dapat diperoleh melalui dua mekanisme kepemilikan, yaitu mekanisme kepemilikan langsung dan mekanisme kepemilikan yang membentuk struktur piramida (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, & Lang, 2000). Pengendalian melalui mekanisme kepemilikan langsung diperoleh dengan langsung memiliki sejumlah proporsi saham pada sebuah perusahaan (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Dalam hal ini berarti hak arus dari pengendalian yang melalui mekanisme kepemilikan langsung akan sama dengan hak voting yang dimilikinya (Claessens, Djankov, & Lang, The separation of ownership and control in East Asia, 2000). Sedangkan pengendalian melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida diperoleh melalui serangkaian rantai kepemilikan pada perusahaan lain (Almeida & Wolfenzon, 2006).

Berbeda dengan pengendalian melalui kepemilikan langsung yang sederhana, pengendalian melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida menggunakan rangkaian kepemilikan yang lebih rumit dan memungkinkan hak arus voting yang dimiliki oleh pengendali melebihi hak arusnya (Chung & Chan, 2012).

## **2.2. Perusahaan Keluarga dan Kepemimpinan Keluarga**

Terdapat beberapa alternatif dalam mendefinisikan perusahaan keluarga, seperti kepemilikan keluarga, pengendalian terhadap hak voting, keterlibatan dalam manajemen, pengendalian terhadap dewan, tujuan terhadap penerus keluarga, dan juga persepsi-

individu sebagai perusahaan keluarga (Chrisman, Chua, & Sharma, 2005; Chua et al., 1999; GomezMejia, Larraza-Kintana, & Makri, 2003; Litz, 1995 dalam Liu, Yang, & Zhang, 2010). Beberapa alternatif tersebut banyak digunakan oleh para peneliti dalam mempelajari berbagai aspek dari perusahaan keluarga. Seperti Peng dan Jiang (2010) yang mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan dimana keluarga berperan sebagai pemegang saham pengendali pada perusahaan tersebut, Miller dan Rice (1989) yang menambahkan faktor keterlibatan keluarga dalam manajemen perusahaan, dan juga Churchill dan Hatten (1987) dalam Chua, Chrisman, & Sharma (1999) yang memasukkan faktor keberadaan generasi penerus dalam mendefinisikan perusahaan keluarga. Di dalam penelitian ini, peneliti menggunakan definisi Peng dan Jiang (2010) untuk mendefinisikan perusahaan keluarga, dimana pengendalian pihak keluarga diukur dari kepemilikannya secara langsung maupun dengan kepemilikan yang membentuk struktur piramida.

Dalam hal tata kelola pada perusahaan, pengendalian keluarga merupakan karakteristik utama yang membedakan perusahaan keluarga dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan yang tersebar atau tidak dimiliki oleh keluarga (Anderson & Reeb, 2003; Villalonga & Amit, 2006). Dari beberapa penelitian sebelumnya yang menguji perusahaan-perusahaan keluarga di negara berkembang dapat diketahui bahwa kepemilikan keluarga menghasilkan motivasi yang lebih besar untuk mengatur perusahaan, membantu mengawasi manajemen, dan memiliki dampak yang positif terhadap kinerja perusahaan (Demsetz & Lehn, 1985; Anderson & Reeb, 2003; Chu, 2009).

Tabel 2.1 Faktor Keluarga yang Mempengaruhi Kinerja Perusahaan

Faktor Keluarga yang Berdampak Positif	Faktor Keluarga yang Berdampak Negatif
<p><i>Manfaat Keagenan:</i> Biaya keagenan yang lebih rendah karena selarasnya tujuan agen dan <i>principal</i>. Biaya keagenan yang lebih rendah karena kepercayaan yang tinggi dan nilai yang tersebar antara anggota keluarga.</p>	<p><i>Biaya Keagenan:</i> Biaya keagenan yang lebih tinggi karena konflik tujuan diantara anggota keluarga. Biaya keagenan yang lebih tinggi karena sifat oportunistik, kelalaian, dan <i>adverse selection</i> akibat sifat <i>altruism</i>.</p>



<p><i>Aset Keluarga:</i></p> <p>Keluarga memiliki pelatihan, keahlian, fleksibilitas, dan motivasi yang unik.</p> <p>Keluarga memiliki aset yang dapat digunakan untuk mengembangkan perusahaan.</p>	<p><i>Liabilitas Keluarga:</i></p> <p>Keluarga kekurangan keahlian dan kemampuan yang dibutuhkan karena sumber tenaga kerja yang kurang.</p> <p>Keluarga menggunakan aset perusahaan untuk keperluan pribadi, sehingga menguras sumber daya perusahaan.</p>
--	---

(Sumber: Dyer, 2006)

Keluarga dapat mempengaruhi kinerja perusahaan melalui tujuan dan hubungan keluarga, serta sumberdaya atau aset yang dimiliki keluarga (Dyer W. G., 2003). Jika dilihat dari sudut pandang keagenan dan *resource-based*, faktor keluarga dapat mengarahkan pada manfaat keagenan dan sumber daya yang penting, sementara beberapa faktor keluarga lainnya memunculkan biaya dan menjadi liabilitas yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (Dyer W. G., 2006). Dyer (2006) menjelaskan faktor-faktor keluarga yang memberikan dampak positif dan negatif terhadap kinerja perusahaan yang dapat dilihat pada tabel di atas.

Anderson dan Reeb (2003) menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan non keluarga. Ketika pihak keluarga memiliki kepemilikan mayoritas pada sebuah perusahaan, hal ini akan mempertahankan *socioemotional wealth* yang dimiliki pihak keluarga dalam membantu perkembangan bisnis perusahaan (Gómez-Mejía, et al., 2007). Gómez-Mejía, et al. (2007) menjelaskan *socioemotional wealth* sebagai aspek non-finansial dari perusahaan yang dapat memenuhi kebutuhan keluarga seperti identitas, kemampuan untuk memperoleh pengaruh keluarga pada kehidupan sosial, serta kesinambungan dinasti keluarga. Teori keagenan menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan suatu pihak di dalam sebuah perusahaan, maka akan semakin besar pula komitmen terhadap sumber daya yang diinvestasikan di dalam perusahaan tersebut (Anderson & Reeb, 2003).

Oleh karena itu potensi risiko kerugian yang dihadapi pihak keluarga akan semakin besar dengan semakin besarnya kepemilikan pihak keluarga di dalam suatu perusahaan dan hal

ini akan meningkatkan motivasi pihak keluarga dalam mengawasi kinerja perusahaan agar lebih baik (Gómez-Mejía, et al., 2007). Dengan semakin besarnya kepemilikan langsung terhadap perusahaan, maka biaya yang harus ditanggung oleh pihak keluarga atas tindakan ekspropriasinya akan semakin tinggi dan hal ini akan menimbulkan *alignment effect* yang akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan (Fan & Wong, 2002). Selain itu kepemilikan yang lebih besar yang dimiliki oleh pihak keluarga juga akan menghasilkan pencapaian tujuan yang lebih baik dan motivasi manajemen yang lebih tinggi, sehingga akan menghasilkan keputusan strategis yang akan memberikan implikasi yang lebih baik terhadap kinerja perusahaan (Gómez-Mejía, Núñez-Nickel, & Gutierrez, 2001; Villalonga & Amit, 2006).

Kepemilikan yang membentuk struktur piramida dapat menyebabkan pemisahan antara hak arus kas dan hak voting yang dapat menimbulkan *negative entrenchment effect* pada perusahaan. Hal ini dianggap buruk bagi kepentingan pemegang saham minoritas karena dianggap dapat memunculkan kemungkinan ekspropriasi oleh pihak keluarga (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999). Dengan semakin besarnya hak kendali yang dimiliki oleh pihak keluarga, maka kemampuan pihak keluarga untuk melakukan tindakan ekspropriasi akan semakin besar sementara hak arus kas yang lebih kecil akan mengurangi resiko kerugian yang dihadapi pihak keluarga akibat tindakan ekspropriasi tersebut (Fan & Wong, 2002). Ekspropriasi yang dilakukan oleh pihak keluarga ini dapat menyebabkan tidak optimalnya pemanfaatan sumber daya perusahaan sehingga akan berdampak buruk terhadap kinerja perusahaan (Moreck, Wolfenzon, & Yeung, 2004). Selain itu penelitian terdahulu juga menunjukkan bahwa pada negara-negara dengan proteksi pemegang saham yang lemah, kepemilikan yang membentuk struktur piramida memiliki hubungan yang negatif dengan kinerja perusahaan (Young, et al., 2008).

## 2.3. Pengembangan Hipotesis

### 2.3.1. Pengaruh Pengendalian Keluarga Terhadap Kinerja Perusahaan

Keluarga mempengaruhi kinerja perusahaan melalui tujuan dan hubungan keluarga dan juga melalui sumber daya dan aset yang dimiliki keluarga (Dyer W. G., 2006). Penelitian terdahulu mengungkapkan bahwa dengan semakin besarnya kepemilikan pihak keluarga secara langsung, maka *socio-emotional* pihak keluarga dalam membantu mengembangkan bisnis perusahaan akan semakin stabil. Hal ini akan menimbulkan *alignment effect* yang membuat biaya pihak keluarga atas tindakan ekspropriasi menjadi lebih besar sehingga daripada melakukan ekspropriasi, pihak keluarga akan lebih fokus pada pengembangan perusahaan agar kinerjanya menjadi lebih baik (Fan & Wong, 2002). Dengan demikian, hipotesis pertama yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah:

**H1:** Pengendalian pihak keluarga melalui kepemilikan langsung berdampak positif terhadap kinerja perusahaan.

Berbeda dengan kepemilikan langsung, kepemilikan yang membentuk struktur piramida dapat mengurangi risiko kerugian pihak keluarga dengan investasi yang relatif lebih kecil (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens S. , Djankov, Fan, & Lang, 2002). Kepemilikan seperti ini memungkinkan terjadinya pemisahan antara hak arus kas dengan hak voting yang akan menimbulkan *negative entrenchment effect* dan hal ini dianggap buruk oleh pemegang saham minoritas karena memungkinkan pihak keluarga untuk melakukan ekspropriasi (Fan & Wong, 2002; Claessens S. , Djankov, Fan, & Lang, 1999). Melalui struktur kepemilikan ini, pemegang saham pengendali dapat menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadinya, yang menyebabkan tidak optimalnya pemanfaatan sumber daya perusahaan sehingga memberikan dampak buruk terhadap kinerja perusahaan (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2004).

Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa pengendalian yang diperoleh melalui mekanisme kepemilikan piramida akan berdampak negatif terhadap kinerja

perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang akan diuji dalam penelitian ini dikembangkan sebagai berikut:

**H2:** Pengendalian pihak keluarga melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan.

### **2.3.2. Efek Moderasi Kepemimpinan Keluarga**

pihak keluarga juga dapat memperkuat pengendalian terhadap suatu perusahaan melalui penempatan anggota keluarganya dalam posisi puncak manajemen perusahaan, seperti CEO perusahaan (Peng & Jiang, 2010). Penempatan anggota keluarga pada puncak manajemen ini dapat memperparah konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas karena melalui anggota keluarga ini, pemegang saham mayoritas sebagai pengendali dapat menyelaraskan tujuannya dengan manajemen perusahaan (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999).

Disaat pihak keluarga mengendalikan perusahaan dengan mekanisme kepemilikan langsung, maka pihak keluarga akan berusaha untuk mempertahankan *socioemotional wealth* yang dimilikinya dengan menjaga kesinambungan usaha perusahaan (Gómez-Mejía, et al., 2007). Usaha pihak keluarga untuk mempertahankan *socioemotional wealth* ini dianggap akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan, dan menempatkan anggota keluarga sebagai pemimpin utama perusahaan yang merupakan posisi puncak dalam penentuan kebijakan yang akan diambil perusahaan akan mempermudah usaha pihak keluarga tersebut.

Anggota keluarga yang menjadi pimpinan utama perusahaan akan mempermudah usaha pihak keluarga untuk mempertahankan *socioemotional wealth* nya dengan menyelaraskan tujuan manajemen dengan tujuan keluarga. Oleh karena itu, hipotesis ketiga yang akan diuji dalam penelitian ini dikembangkan sebagai berikut:

**H3a:** Anggota keluarga yang menjadi pimpinan utama perusahaan akan memperkuat hubungan positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan.

Pihak keluarga dapat memperoleh pengendalian terhadap perusahaan dengan investasi yang relatif lebih kecil melalui struktur kepemilikan piramida (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Hal ini akan menimbulkan *negative entrenchment effect* yang membuat pihak keluarga cenderung melakukan ekspropriasi terhadap perusahaan sehingga utilisasi aset menjadi tidak optimal dan berdampak buruk terhadap perusahaan (Fan & Wong, 2002; McConnell & Servaes, 1990). Dengan penempatan anggota keluarga sebagai pemimpin utama perusahaan, maka usaha pihak keluarga untuk melakukan ekspropriasi terhadap perusahaan akan semakin besar.

Dengan demikian maka penelitian ini mengembangkan hipotesis selanjutnya sebagai berikut:

**H3b:** Anggota keluarga yang menjadi pimpinan utama perusahaan akan memperkuat hubungan negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan.

### **2.3.3. Efek Moderasi Peran Dewan Komisaris**

Keberadaan dewan komisaris yang efektif diharapkan dapat meningkatkan dampak positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan. Dewan komisaris yang efektif akan melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan yang dapat meningkatkan kinerja mereka dan juga mampu memperluas pandangan strategik manajemen dengan pengetahuan yang dimilikinya. Oleh karena itu hipotesis keempat yang dikembangkan adalah:

**H4a:** Peran dewan komisaris akan meningkatkan hubungan positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan.

Adanya dewan komisaris yang efektif pada perusahaan sebagai salah satu struktur tata kelola perusahaan yang baik dipandang mampu membatasi usaha pihak keluarga untuk melakukan tindakan ekspropriasi. Peran dewan komisaris diharapkan dapat membatasi usaha pihak keluarga untuk melakukan tindakan ekspropriasi terhadap perusahaan dengan

fungsi pengawasan yang dimilikinya. Oleh karena itu hipotesis terakhir yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H4b:** Peran dewan komisaris akan memperlemah hubungan negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan.

### 3. METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1. Jenis dan Sumber Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data struktur kepemilikan perusahaan, baik yang langsung maupun yang tidak langsung, data pemimpin keluarga yang ada di dalam perusahaan, data mengenai efektivitas dewan komisaris. Untuk menelusuri kepemilikan keluarga di suatu perusahaan, peneliti menggunakan menggunakan data yang diambil dari Departemen Administrasi Hukum Umum, Kementrian Hukum dan HAM Republik Indonesia untuk menelusuri pemilik utama dari perusahaan tersebut serta laporan tahunan. Untuk menentukan apakah pimpinan utama perusahaan tersebut merupakan anggota keluarga pengendali perusahaan, digunakan data hubungan keluarga yang ada pada penelitian Diyanty (2012). Kriteria-kriteria sampel yang ditetapkan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan publik yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012.
2. Perusahaan yang tidak tergolong ke dalam industri keuangan.
3. Perusahaan yang memiliki ekuitas positif.
4. Perusahaan yang melakukan pencatatan dengan mata uang rupiah.
5. Perusahaan non perusahaan BUMN.
6. Perusahaan yang tidak dimiliki oleh perusahaan asing yang kepemilikannya tidak dapat ditelusuri.

#### 3.2. Model Penelitian

##### Model 1:

$ROA_i = \alpha + \beta_1 D\text{-Own}_i + \beta_2 P\text{-Own}_i + \beta_3 \text{Fam-CEO}_i + \beta_4 \text{BOC}_i + \beta_5 \text{Size}_i + \beta_6 \text{Age}_i + \beta_7 \text{Leverage}_i + \varepsilon$ , Model ini digunakan untuk menguji h1 dan h2

**Model 2:**

$$ROA_i = \alpha + \beta_1 D\text{-Own}_i + \beta_2 P\text{-Own}_i + \beta_3 \text{Fam-CEO}_i + \beta_4 \text{BOC}_i + \beta_5 \text{Fam-CEO}_i * D\text{-Own}_i + \beta_6 \text{Fam-CEO}_i * P\text{-Own}_i + \beta_7 \text{BOC}_i * D\text{-Own}_i + \beta_8 \text{BOC}_i * P\text{-Own}_i + \beta_9 \text{Size}_i + \beta_{10} \text{Age}_i + \beta_{11} \text{Leverage}_i + \varepsilon$$

Model ini digunakan untuk menguji h3a dan h3b, h 4a dan h 4b

Tabel 3.1 Ringkasan Operasionalisasi Variabel

Variabel Terikat	Prediksi Hubungan	Penjelasan
ROA		= Rasio <i>return on asset</i>
<b>Variabel Bebas</b>		
D-Own	+	= Kepemilikan langsung pihak keluarga.
P-Own	+	= Kepemilikan yang membentuk struktur piramida.
<b>Variabel Moderasi</b>	`	
Family-CEO	+/+	= Kepemimpinan keluarga yang bernilai 1 jika pimpinan perusahaan merupakan anggota keluarga, dan 0 sebaliknya.
BOC	+/-	= Efektivitas dewan komisaris.
<b>Variabel Kontrol</b>		
Size	+	= Logaritma Natural total aset perusahaan.
Age	+	= Umur perusahaan.
Leverage	-	= Rasio hutang jangka panjang terhadap total aset perusahaan.

**3.4. Operasionalisasi Variabel****3.4.1. Variabel Terikat (Kinerja Perusahaan)**

Kinerja perusahaan afiliasi diproksikan dengan rasio ROA. Rasio ROA perusahaan diukur dengan membandingkan laba bersih perusahaan dengan total aset yang dimilikinya.

**3.4.2. Variabel Bebas (Pengendalian Keluarga)**

Pengendalian terhadap suatu perusahaan dapat diperoleh dengan mekanisme kepemilikan langsung maupun mekanisme kepemilikan piramida (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, & Lang, 2000). Pada penelitian ini, untuk menghitung kepemilikan langsung dan kepemilikan yang membentuk struktur piramida, langkah yang harus dilakukan terlebih dahulu adalah menelusuri *ultimate owner* atau pemilik akhir dari perusahaan publik yang menjadi sampel penelitian. Setelah menemukan pemilik akhir dari sebuah perusahaan, kemudian diidentifikasi hubungan kekerabatan antara pemilik akhir

dengan pemegang saham lainnya untuk menentukan seberapa besar pengendalian pemilik akhir tersebut baik melalui kepemilikan langsung maupun kepemilikan yang membentuk struktur piramida.

### **3.4.3. Variabel Moderasi**

#### **Kepemimpinan Keluarga**

Dalam mengukur kepemimpinan keluarga, anggota keluarga yang menududuki posisi pemimpin perusahaan seperti direktur utama atau CEO dijadikan sebagai proksi (Anderson & Reeb, 2003).

#### **3. Efektivitas Dewan Komisaris**

Efektivitas dewan komisaris dihitung berdasarkan indeks skoring yang disusun oleh Hermawan (2010). Efektivitas dewan komisaris dinilai berdasarkan empat bagian besar, yaitu independensi dewan komisaris, aktivitas dewan komisaris, ukuran dewan komisaris dan juga kompetensi dewan komisaris. Total pertanyaan yang harus dijawab untuk mengisi indeks skoring tersebut berjumlah 17 pertanyaan, dengan rentang nilai dari 1 sampai dengan 3. Dengan demikian nilai maksimal yang dapat diperoleh adalah

### **5.1. Variabel Kontrol**

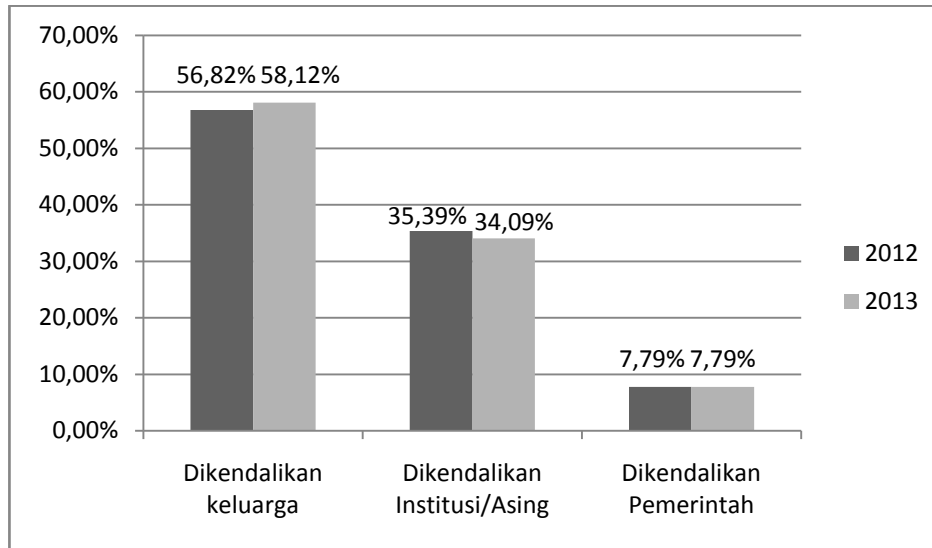
Variabel yang digunakan untuk mengendalikan hal tersebut adalah ukuran perusahaan, umur perusahaan, kepemimpinan pendiri perusahaan, dan juga rasio *long-term debt* terhadap total aset.

## **4. Analisis Hasil Penelitian**

### **4.1. Analisis Statistik Deskriptif**

Berdasarkan gambar 4.1, dapat dilihat bahwa pihak keluarga mengendalikan hampir 60% dari total perusahaan publik yang ada di Indonesia. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa di Bursa Efek Indonesia, perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga masih tergolong sangat besar jika dibandingkan dengan perusahaan yang dikendalikan oleh institusi atau pihak asing dan juga oleh pemerintah.





**Gambar 4.1 Struktur Kepemilikan Perusahaan**

Berdasarkan table 4., menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang dikendalikan oleh pihak keluarga secara langsung tergolong sangat rendah jika dibandingkan dengan perusahaan keluarga yang dikendalikan melalui mekanisme kepemilikan piramida.

**Tabel 4.2 Jenis Pengendalian Pihak Keluarga**

Jenis Pengendalian	2012		2013	
	Jumlah	Persentase	Jumlah	Persentase
Dikendalikan langsung	7	4.00%	9	5.03%
Dikendalikan tidak langsung	168	96.00%	170	94.97%

Dari data yang diperoleh, dapat disimpulkan bahwa mayoritas perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga diperoleh melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida. Hampir seluruh perusahaan atau lebih dari 90% perusahaan keluarga dikendalikan melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida. Hal ini sesuai dengan penjelasan Almeida & Wolfenzon (2006) yang menyatakan bahwa pihak keluarga akan cenderung mengendalikan perusahaan melalui mekanisme kepemilikan piramida di negara yang memiliki perlindungan investor yang lemah.

**Tabel 4.3 Ringkasan Data Sampel**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
ROA	354	0.05453	0.15702	-1.729	0.05845	0.5171
D-Own	354	0.02440	0.10201	0	0	0.6559
P-Own	354	0.49753	0.23930	0	0.5333	0.972
Fam-CEO	354	0.51695	0.50042	0	1	1
BOC	354	0.59040	0.49246	0	1	1
Age	354	27.87006	14.51853	3	26	107
Size	354	20.98840	1.64761	15.441	21.1192	25.065
Leverage	354	0.14903	0.27268	0	0.07532	3.4296

**Keterangan Tabel:**

**ROA** = Kinerja Perusahaan; Laba bersih dibagi dengan total aset. **D-Own** = Kepemilikan langsung pihak keluarga. **P-Own** = Kepemilikan pihak keluarga yang membentuk struktur piramida. **Family-CEO** = Kepemimpinan keluarga; bernilai 1 jika CEO perusahaan merupakan anggota keluarga dan 0 sebaliknya. **BOC** = Efektivitas dewan komisaris, bernilai 1 jika nilai indeksinya lebih besar atau sama dengan 34 dan 0 sebaliknya. **Age**= Umur perusahaan. **Size** = Ukuran perusahaan; logaritma natural dari total aset perusahaan. **Leverage** = Rasio *leverage* perusahaan; utang jangka panjang dibagi total aset perusahaan.

Dari tabel 4.3 dapat dilihat bahwa pengendalian melalui struktur dengan kepemilikan langsung memiliki nilai rata-rata 0,0244 dengan standar deviasi sebesar 0,102. Dari tabel 4.2 bahwa perusahaan yang dikendalikan dengan kepemilikan langsung tidak lebih dari 10% dari total perusahaan keluarga.

Berkebalikan dengan pengendalian yang diperoleh melalui kepemilikan langsung, pengendalian melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida memiliki nilai rata-rata sebesar 40,753 dengan standar deviasi 0,2393. Dari sini dapat disimpulkan bahwa jumlah perusahaan yang dikendalikan oleh pihak keluarga melalui kepemilikan piramida cukup besar. Hal ini konsisten dengan hasil dari tabel 4.2.

Dari 354 perusahaan keluarga yang menjadi sampel penelitian, 183 perusahaan atau sebesar 51,69 perusahaan dipimpin oleh anggota keluarga atau anggota keluarga pengendali perusahaan menjabat sebagai CEO perusahaan. Sementara 209 perusahaan atau sebesar 59% dari total 354 perusahaan keluarga telah memiliki dewan komisaris yang cukup efektif. Hal ini menunjukkan bahwa lebih dari setengah perusahaan yang dimiliki oleh keluarga dipimpin oleh anggota keluarga dan telah memiliki dewan komisaris yang bekerja secara efektif.

## 4.2. Pengujian Hipotesis

**Tabel 4.8 Hasil Regresi dengan Robust Standard Error**

<b>Model 1:</b>							
$ROA_i = \alpha + \beta_1 D\text{-Own}_i + \beta_2 P\text{-Own}_i + \beta_3 \text{Fam-CEO}_i + \beta_4 \text{BOC}_i + \beta_5 \text{Size}_i + \beta_6 \text{Age}_i + \beta_7 \text{Debt}_i + \varepsilon$							
<b>Model 2:</b>							
$ROA_i = \alpha + \beta_1 D\text{-Own}_i + \beta_2 P\text{-Own}_i + \beta_3 \text{Fam-CEO}_i + \beta_4 \text{BOC}_i + \beta_5 \text{Fam-CEO}_i * D\text{-Own}_i + \beta_6 \text{Fam-CEO}_i * P\text{-Own}_i + \beta_7 \text{BOC}_i * D\text{-Own}_i + \beta_8 \text{BOC}_i * P\text{-Own}_i + \beta_9 \text{Size}_i + \beta_{10} \text{Age}_i + \beta_{11} \text{Debt}_i + \varepsilon$							
Model 1: F-Stat. = 2.75; Prob. F = 0,0086; R-Squared=0.1400							
Model 2: F-Stat. = 2.67; Prob. F = 0,0026; R-Squared=0.1529							
Variabel	Pre-diksi	Model 1			Model 2		
		Koef	Prob	Robust Std. Err.	Koef	Prob	Robust Std. Err.
Konstanta		-0.444	0.067	0.288	-0.420	0.062	0.280
D-Own	+	0.158*	0.083	0.114	0.242*	0.053	0.149
P-Own	-	0.104**	0.016	0.048	0.170**	0.016	0.078
Fam-CEO	+	0.042***	0.002	0.014	0.122***	0.005	0.046
D-Own*Fam-CEO	+				-0.353***	0.009	0.147
P-Own*Fam-CEO	+				-0.126**	0.038	0.071
BOC	+	0.026**	0.042	0.015	0.034*	0.091	0.025
D-Own*BOC	+				0.254	0.119	0.215
P-Own*BOC	-				-0.035	0.224	0.047
Age	+	0.002	0.291	0.000	0.001	0.378	0.000
Size	+	0.019*	0.067	0.012	0.018*	0.066	0.012
Leverage	-	-0.109	0.166	0.113	-0.111	0.166	0.114

\*\*\* Signifikan di level 1% ( $p \leq 0.01$ ); \*\*Signifikan di level 5% ( $p \leq 0.05$ ); \*Signifikan di level 10% ( $p \leq 0.1$ )

**Keterangan Tabel:**  
**ROA** = Kinerja Perusahaan; Laba bersih dibagi dengan total aset. **D-Own** = Kepemilikan langsung pihak keluarga. **P-Own** = Kepemilikan pihak keluarga yang membentuk struktur piramida. **Family-CEO** = Kepemimpinan keluarga; bernilai 1 jika CEO perusahaan merupakan anggota keluarga dan 0 jika tidak berasal dari keluarga. **BOC** = Efektivitas dewan komisaris, bernilai 1 jika nilai indeksnya lebih besar atau sama dengan 34 dan 0 jika lebih kecil dari 34. **Fam-CEO\*BOC** = interaksi antara kepemimpinan keluarga dengan efektivitas dewan komisaris. **Age**= Umur perusahaan. **Size** = Ukuran perusahaan; logaritma natural dari total aset perusahaan. **Debt** = leverage perusahaan; utang jangka panjang dibagi total aset perusahaan.

### Pengaruh Kepemilikan Langsung terhadap Kinerja Perusahaan

Pengaruh pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan menyatakan bahwa kepemilikan secara langsung berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan argumen Chung dan Chan (2012) yang menyatakan bahwa semakin besar pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung maka akan semakin baik kinerja perusahaan tersebut. Pengendalian yang diperoleh melalui kepemilikan langsung dianggap akan memberikan dampak positif terhadap kinerja perusahaan karena komitmen tinggi yang dimiliki pihak keluarga untuk mengembangkan usaha perusahaan (Gómez-Mejía, et al., 2007).

Komitmen yang tinggi terhadap perusahaan muncul karena dengan kepemilikan langsung, pihak keluarga memerlukan investasi yang cukup besar untuk memperoleh pengendalian. Dengan demikian risiko kerugian yang dihadapi oleh pihak keluarga akan semakin tinggi sehingga pihak keluarga akan lebih termotivasi untuk mengawasi kinerja manajemen yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja perusahaan.

### **Pengaruh Kepemilikan Piramida terhadap Kinerja Perusahaan**

Hipotesis ketiga yang diajukan oleh peneliti menyatakan bahwa pengendalian pihak keluarga yang diperoleh melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Argumen ini didasarkan pada teori bahwa pihak keluarga yang mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan yang membentuk struktur piramida cenderung melakukan ekspropriasi (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999). Melalui mekanisme kepemilikan ini, pihak keluarga dapat memperoleh pengendalian terhadap perusahaan dengan investasi yang relatif lebih kecil, dan dapat memunculkan kemungkinan berbedanya hak arus kas dengan hak *voting* yang dimiliki oleh pihak keluarga pengendali (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens S., Djankov, Fan, & Lang, 2002). Dengan demikian risiko kerugian yang ditanggung pihak keluarga melalui kepemilikan piramida lebih kecil jika dibandingkan dengan pengendalian yang dimiliki diperoleh melalui kepemilikan langsung, sehingga pihak keluarga akan lebih cenderung melakukan ekspropriasi (Claessens S., Djankov, Fan, & Lang, 2002). Ekspropriasi yang dilakukan oleh pihak keluarga ini menyebabkan tidak optimalnya pemanfaatan sumber daya perusahaan sehingga memberikan dampak buruk terhadap kinerja perusahaan (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2004).

Penelitian yang telah dilakukan menghasilkan koefisien kepemilikan yang membentuk struktur piramida sebesar 0,791 dengan probabilitas sebesar 0,009. Nilai probabilitas yang dihasilkan lebih kecil dari tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$ , dengan demikian dapat dikatakan bahwa pada tingkat keyakinan 99% hasil ini terbukti secara signifikan. Namun koefisien yang positif menunjukkan bahwa kepemilikan yang membentuk struktur piramida memiliki dampak positif terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini tidak terbukti, dan bahkan hasil dari penelitian memberikan pembuktian yang berbalikan dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian.

Dengan menelusuri data yang telah dikumpulkan, dapat dilihat bahwa perusahaan yang dikendalikan dengan kepemilikan piramida yang lebih besar memiliki pendapatan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang dikendalikan dengan kepemilikan piramida yang kecil. Dari data tersebut dapat dilihat indikasi bahwa kepemilikan piramida

memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan. Namun struktur data tersebut belum dapat memberikan bukti secara statistik hanya dengan melihat data tersebut, karenanya penelitian ini mengontrol beberapa variabel seperti total aset, umur, dan juga rasio utang perusahaan untuk melihat bagaimana hubungan antara kepemilikan piramida dengan kinerja perusahaan.

Melihat dari sisi risiko yang mungkin dihadapi, dengan berbedanya struktur kepemilikan yang digunakan untuk mengendalikan sebuah perusahaan maka risiko yang akan dihadapi oleh pihak keluarga juga akan berbeda. Pengendalian yang diperoleh melalui struktur kepemilikan langsung membutuhkan investasi yang relatif besar sehingga risiko kerugian yang akan dihadapi oleh pihak keluarga menjadi lebih besar (Anderson & Reeb, 2003). Hal ini membuat perusahaan menjadi konservatif dan hanya mengambil proyek-proyek yang memiliki risiko rendah dengan pengembalian yang relatif lebih kecil (Ben-Amar & Andre, 2006). Sedangkan melalui struktur kepemilikan yang membentuk piramida, pengendalian yang diperoleh oleh pihak keluarga memiliki risiko yang relatif rendah karena investasi yang dibutuhkan relatif lebih kecil (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999), oleh karena itu perusahaan akan memilih proyek yang memiliki risiko lebih tinggi untuk mendapatkan tambahan pendapatan yang lebih tinggi juga. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan yang membentuk struktur piramida memiliki hubungan positif dengan kinerja perusahaan.

#### **Analisis Efek Moderasi Kepemimpinan Keluarga**

Menjadikan anggota keluarga sebagai pemimpin utama perusahaan merupakan salah satu metode pihak keluarga untuk meningkatkan pengendaliannya terhadap perusahaan (Peng & Jiang, 2010). Dengan pengendalian yang semakin besar terhadap perusahaan, pihak keluarga dapat menyelaraskan tujuan keluarga dengan manajemen perusahaan melalui anggota keluarganya ini. Hal ini akan berdampak buruk terhadap perusahaan karena mampu meningkatkan konflik keagenan antara pihak keluarga pengendali perusahaan dengan pemegang saham mayoritas (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 1999). Namun anggota keluarga yang menjadi pemimpin utama perusahaan dapat memberikan akses kepada sumber daya unik yang dibutuhkan perusahaan melalui hubungan kekebarabatan dan juga memiliki *investment horizon* yang lebih luas sehingga akan memberikan keuntungan bagi perusahaan (Liu, Yang, & Zhang, 2010; James, 1999).

Hipotesis ketiga yang ada dalam penelitian ini ingin membuktikan efek moderasi kepemimpinan keluarga terhadap pengaruh pengendalian keluarga pada kinerja perusahaan. Hipotesis ini dibagi menjadi hipotesis 3a dan 3b. Hipotesis 3a ingin menguji apakah kepemimpinan keluarga akan memperkuat dampak pengendalian keluarga melalui

mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan sedangkan hipotesis 3b ingin menguji apakah kepemimpinan keluarga memperkuat dampak negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan keluarga terhadap kinerja perusahaan.

Efek moderasi kepemimpinan keluarga terhadap dampak pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung pada kinerja perusahaan dapat dilihat pada variabel D-Own\*Fam-CEO pada tabel 4.8. Variabel ini memiliki koefisien negatif sebesar 0,353 dengan nilai probabilitas sebesar 0,009. Dari nilai probabilitas yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,01$ , maka hipotesis 3a yang diajukan dalam penelitian ini terbukti secara berkebalikan. Penelitian ini membuktikan bahwa kepemimpinan keluarga tidak memperkuat hubungan positif antara pengendalian keluarga melalui kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan melainkan memperlemah hubungan tersebut.

Pihak keluarga yang mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan piramida akan menempatkan anggota keluarganya sebagai pimpinan utama perusahaan untuk menyelaraskan tujuan keluarga dalam mempertahankan *socioemotional wealth* yang dimilikinya (Gómez-Mejía, et. al., 2007). Namun dengan membatasi posisi pimpinan perusahaan pada anggota keluarganya, maka pihak keluarga telah mempersempit kemungkinan untuk mendapatkan pimpinan perusahaan yang lebih berkualitas dan mumpuni yang tidak berasal dari dalam keluarga (Anderson & Reeb, 2003). Hal ini akan memberikan *competitive disadvantage* pada perusahaan sehingga akan mengurangi dampak positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan.

Sedangkan kepemimpinan keluarga diharapkan akan meningkatkan efek negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan. Hal ini akan diuji dalam hipotesis 3b dan digambarkan dalam variabel P-Own\*Fam-CEO. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Variabel ini memiliki koefisien negatif sebesar 0,126 dengan nilai probabilitas sebesar 0,038. Nilai probabilitas yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$  menunjukkan bahwa pada tingkat kepercayaan 95%, kepemimpinan keluarga akan memperlemah efek positif pengendalian keluarga terhadap kinerja perusahaan.

Pihak keluarga yang mengendalakan perusahaan melalui mekanisme kepemilikan piramida menghadapi resiko investasi yang relatif lebih rendah karena investasi yang diperlukan untuk memperoleh pengendalian relatif lebih kecil (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999), oleh karena itu perusahaan akan memilih proyek yang memiliki risiko lebih tinggi untuk mendapatkan tambahan pendapatan yang lebih tinggi.

Dengan membatasi posisi pimpinan perusahaan pada anggota keluarganya, maka pihak keluarga telah mempersempit kemungkinan untuk mendapatkan pimpinan perusahaan yang lebih berkualitas dan mumpuni yang tidak berasal dari dalam keluarga (Anderson & Reeb, 2003). Hal ini dapat berakibat buruk karena pimpinan perusahaan yang relatif kurang kompeten dapat membuat proyek yang berisiko tinggi tersebut gagal dan membuat perusahaan menderita kerugian. Selain itu pimpinan perusahaan yang berasal dari keluarga akan memudahkan pihak keluarga untuk melakukan tindakan ekspropriasi sehingga akan memperlemah dampak positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan.

#### **Analisis Efek Moderasi Efektivitas Dewan Komisaris**

Dewan komisaris merupakan salah satu bagian dari tata kelola perusahaan yang baik dan diharapkan akan memberikan pengawasan serta nasihat yang dapat mendukung kinerja manajemen perusahaan sebagaimana yang tercantum dalam Undang-Undang Perseroan Tahun 2007. Efek moderasi efektivitas dewan komisaris dapat dilihat pada hipotesis empat yang dibagi menjadi hipotesis 4a dan 4b. Hipotesis 4a ingin menguji bahwa dewan komisaris yang efektif akan memperkuat dampak positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan hipotesis 4a ingin menguji bahwa efektivitas dewan komisaris akan memperlemah dampak negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 4a dapat dilihat pada variabel D-Own\*BOC. Variabel ini memiliki koefisien positif sebesar 0,254 dengan nilai probabilitas sebesar 0,119. Sedangkan hasil pengujian hipotesis 4b dapat dilihat pada variabel P-Own\*BOC yang memiliki koefisien negatif sebesar 0,035 dengan nilai probabilitas sebesar 0,224. Nilai probabilitas yang lebih besar dari level signifikansi  $\alpha = 0,10$  menunjukkan bahwa kedua hipotesis tersebut tidak terbukti sehingga kedua hipotesis tersebut dapat ditolak.

Kemungkinan penyebab hasil yang tidak signifikan pada pengujian hipotesis 4a adalah karena jumlah sampel yang dikendalikan melalui mekanisme kepemilikan langsung sangat sedikit, yaitu sebanyak 354 perusahaan atau 4,5% dari total keseluruhan sampel. Sedangkan kemungkinan penyebab hasil yang tidak signifikan pada pengujian hipotesis 4b adalah karena dewan komisaris yang efektif belum dapat mengurangi dampak negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan. Hal ini sejalan dengan laporan penilaian World Bank terhadap praktik tata kelola perusahaan di Indonesia pada tahun 2010.

Dari laporan tersebut World Bank mengungkapkan bahwa di Indonesia tidak terdapat peraturan maupun kode tata kelola perusahaan yang secara eksplisit menjelaskan kewajiban dewan komisaris untuk menyusun indikator kinerja ataupun menyetujui transaksi-transaksi tertentu yang dilakukan perusahaan. Selain itu dewan komisaris bersama dengan dewan direksi di Indonesia dipilih langsung oleh RUPS dimana pihak keluarga yang menjadi pemegang saham mayoritas memiliki suara terbesar, sehingga kemampuan dewan komisaris untuk mengawasi tindakan pihak keluarga dan manajemen menjadi terbatas. Hal ini membuat dewan komisaris tidak dapat mengurangi dampak negatif pengendalian pihak keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan

### **Analisis Variabel Kontrol**

Ukuran perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Aset yang dimiliki perusahaan merupakan sumber daya yang tersedia untuk melakukan aktifitas perusahaan, oleh karena itu dengan semakin besar aset yang dimiliki perusahaan maka kinerja perusahaan juga akan semakin baik dibandingkan dengan perusahaan yang asetnya lebih kecil. Hal ini karena aset yang dimiliki perusahaan memberikan *competitive advantage* terhadap perusahaan tersebut (Dyer, 2003). Sedangkan Rasio *leverage* terhadap kinerja perusahaan tidak terbukti. Hal tersebut dapat disebabkan karena secara umum perusahaan publik yang dikendalikan oleh keluarga tidak bergantung pada hutang dalam mendanai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel analisis deskriptif yang menunjukkan bahwa rata-rata rasio *leverage* perusahaan sampel sebesar 0,149.

## **5. KESIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN**

### **5.1. Kesimpulan**

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengendalian melalui mekanisme kepemilikan langsung memiliki pengaruh positif terhadap kinerja. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan langsung pihak keluarga, maka pihak keluarga akan berusaha mempertahankan *socioemotional wealth* yang dimilikinya dengan berusaha mempertahankan kesinambungan usaha perusahaan dan terus mengembangkan perusahaan tersebut (Gómez-Mejía, et. al., 2007). Selain itu pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung akan menimbulkan *alignment effect* sehingga membuat biaya yang harus ditanggung pihak keluarga atas tindakan ekspropriasi yang dilakukan lebih besar.

Sedangkan pengendalian melalui mekanisme kepemilikan piramida diharapkan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Namun hasil penelitian menunjukkan



secara signifikan bahwa variabel ini berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini disebabkan karena melalui struktur kepemilikan yang membentuk piramida, pengendalian yang diperoleh oleh pihak keluarga memiliki risiko yang relatif rendah karena investasi yang dibutuhkan relatif lebih rendah (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999), oleh karena itu perusahaan akan memilih proyek yang memiliki risiko lebih tinggi untuk mendapatkan tambahan pendapatan yang lebih tinggi juga.

Hasil penelitian juga menunjukkan Kepemimpinan oleh anggota keluarga ini terbukti memperlemah dampak positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung dan memperkuat dampak negatif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena pihak keluarga sering membatasi posisi pimpinan perusahaan pada anggota keluarganya sehingga mempersempit kemungkinan untuk mendapatkan pimpinan perusahaan yang lebih berkualitas dan mumpuni yang tidak berasal dari dalam keluarga (Anderson & Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 2003), yang akan mengurangi dampak positif pengendalian keluarga melalui mekanisme kepemilikan langsung terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan dengan menempatkan anggota keluarga sebagai pimpinan utama perusahaan akan mempermudah tindakan ekspropriasi yang dapat dilakukan pihak keluarga, sehingga akan memperburuk dampak negatif pengendalian pihak keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan.

Sedangkan efektivitas dewan komisaris tidak terbukti memiliki efek moderasi terhadap hubungan pengendalian keluarga dan kinerja perusahaan. Hal ini sejalan dengan laporan penilaian World Bank terhadap praktik tata kelola perusahaan di Indonesia pada tahun 2010, yang mengungkapkan bahwa di Indonesia tidak terdapat peraturan maupun kode tata kelola perusahaan yang secara eksplisit menjelaskan kewajiban dewan komisaris untuk menyusun indikator kinerja ataupun menyetujui transaksi-transaksi tertentu yang dilakukan perusahaan. Selain itu dewan komisaris bersama dengan dewan direksi di Indonesia dipilih langsung oleh RUPS dimana pihak keluarga yang menjadi pemegang saham mayoritas memiliki suara terbesar, sehingga kemampuan dewan komisaris untuk mengawasi tindakan pihak keluarga dan manajemen menjadi terbatas. Hal ini membuat dewan komisaris tidak dapat mengurangi dampak negatif pengendalian pihak keluarga melalui mekanisme kepemilikan piramida terhadap kinerja perusahaan

## **5.2. Keterbatasan dan Saran terkait Penelitian**

Dalam melakukan penelitian ini, terdapat beberapa keterbatasan yang dirangkum sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan keluarga selama dua tahun, sehingga dikhawatirkan belum dapat merepresentasikan seluruh kondisi seluruh perusahaan keluarga. Sampel perusahaan sudah termasuk seluruh industri yang ada kecuali perusahaan yang berada pada industri keuangan. Penelitian yang hanya dilakukan selama dua tahun disebabkan oleh keterbatasan waktu dan sumber daya untuk meneliti jumlah tahun yang lebih banyak .
2. Dalam melakukan skoring efektivitas dewan komisaris, penulis merasa terdapat sedikit subjektivitas terutama ketika menilai kemampuan dewan komisaris terkait akuntansi dan keuangan serta pengetahuan dewan komisaris terkait dengan bisnis perusahaan. Hal ini disebabkan karena peneliti hanya menggunakan laporan keuangan perusahaan sebagai sumber utama yang menurut penulis belum dapat mengungkapkan dengan baik hal-hal tersebut.
3. Struktur kepemilikan perusahaan yang dikendalikan oleh pihak asing masih banyak yang belum dapat ditelusuri, sehingga masih terdapat kemungkinan bahwa penelitian ini telah membuang sampel yang sebenarnya masih dikendalikan oleh keluarga. Ketidakmampuan penelitian ini untuk menelusuri struktur kepemilikan perusahaan yang dikendalikan oleh pihak asing disebabkan oleh terbatasnya data yang tersedia.

### **5.3. Implikasi Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi sebagai berikut:

Bagi regulator, penelitian ini menggambarkan bagaimana kondisi perusahaan publik yang ada di Indonesia secara umum, dan bagaimana pihak keluarga memperoleh pengendaliannya terhadap perusahaan. Pihak keluarga masih mendominasi pengendalian dari perusahaan publik yang menjadi sampel dalam penelitian ini, yang mana lebih dari 90% perusahaan tersebut dikendalikan melalui mekanisme kepemilikan piramida. Namun hanya beberapa perusahaan yang mengungkapkan pengendali akhirnya serta rangkaian kepemilikan pengendali tersebut. Hal ini membuat beberapa *stakeholder* seperti investor sulit untuk mengawasi tindakan pengendali akhir terhadap perusahaan. Oleh karena itu sebaiknya perusahaan publik diwajibkan untuk mengungkapkan pengendali akhir serta rangkaian kepemilikannya.

### **Daftar Referensi**

- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business group. *Journal of finance*, *LXI* (6) , 2637–2680.
- 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.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* *68* , 263–285.

- Ang, J., Cole, R., & Wuh Lin, J. (2000). Agency Cost and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55 (1) , 81-106.
- Baker, G., & Kennedy, R. (2002). Survivorship and the economic grim reaper. *J. Law Econ. Organ.*, 18 , 324–361.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57 , 1-30.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1) , 99-120.
- Bathula, H. (2008). Board characteristics and firm performance: Evidence from New Zealand. *Doctoral dissertation, Auckland University of Technology* .
- Ben-Amar, W., & Andre, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (3) & (4) , 517–543.
- Bruin, J. (2006). *Stata Web Books: Regression with Stata*. Dipetik Desember 5, 2014, dari UCLA Institute for Digital Research and Education: <http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/webbooks/reg/chapter2/statareg2.htm>
- Carney, R. W., & Child, T. B. (2013). Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. *Journal of Financial Economics*, 107 , 494–513.
- Chang, S. J. (2003). Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea. *The Academy of Management Journal*, 46 (2) , 238-253.
- Chu, W. (2009). Family Ownership and Firm Performance: Influence of Family Management, Family Control, and Firm Size. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4) , 833-851.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship theory and practice*, 23 , 19-40.
- Chung, H.-m., & Chan, S.-t. (2012). Ownership Structure, Family Leadership, and Performance of Affiliate Firms in Large Family Business Groups. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(2) , 303-329.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asia. *Journal of Financial Economics* 58 , 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (1999). *Expropriation of minority shareholder in East Asia*. Washington DC: Policy research Paper 2088. World Bank.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholding. *Journal of Finance* , 2741-2771.
- Clarke, T. (1998). The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance. *Career Development International*, 3(3) , 118-124.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* , 1155-1177.
- Dobrev, S. D., & Carrol, G. R. (2003). Size (and competition) among organization: Modeling scale-based selection among automobile producers in four major countries. *Strategic Management Journal*, 24 , 541–558.
- Dyer, W. G. (2006). Examining The 'Family Effect' on Firm Performance. *Family Business Review* , 253-273.
- Dyer, W. G. (2003). The family: The missing variable in organizational research. *Theory and Practice* , 401-416.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14 (1) , 57-74.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problem and residual claim. *Journal of Law & Economics*, 26 , 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1985). Organizational form and investment decision. *Journal of Financial Economics*, 14 , 101-119.

- Fan, J. P., & Wong, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33 , 401-425.
- FCR. (2006). *The Combined Code of Corporate AGovernance*. U.K.: Financial Reporting Country.
- Ghozali, I. (2009). *Ekonometrika: teori, konsep, dan aplikasi dengan SPSS 17*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., & Holmes, S. (2010). *Accountign Theory, 7th Edition*. Milton Qld: John Wiley & Sons Australia.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52 , 106-137.
- Gómez-Mejía, L. R., Núñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contacts. *Academy of Management Journal*, 44 , 81-95.
- Gujarati, D., & Zain, S. (2009). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Hermawan, A. A. (2010). Pengaruh efektifitas dewan komisaris dan komite audit, kepemilikan oleh keluarga, dan peran monitoring bank terhadap kandungan informasi laba. *Unpublished Dissertation of Accounting Post-Graduate Program, Universitas Indonesia* .
- James, H. S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of Economis of Business*, 6 (1) , 41-55.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 , 305-360.
- Jungmann, C. M. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems: Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, 3(4) , 426-474.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2) , 471-517.
- Lind, D. A., Marchal, W. G., & Wathen, S. A. (2007). *Statistical Techniques in Business and Economics with Global Data Sets, 13th Edition*. Jakarta: Salemba Empat.
- Liu, W., Yang, H., & Zhang, G. (2010). Does family business excel in firm performance? An institution-based view. *Asia Pacific Journal of Management*, 29 (4) , 965-987.
- Luna, Y. V., & Quaddus, M. A. (2011). Firm size and performance: A study on the use of electronic commerce by container transport operators in Hong Kong. *Expert Systems with Applications*, 38 , 7227-7234.
- Masdoor, K. A. (2011). Ethical Theories of Corporate Governance. *International Journal of Governance*, 1 (2) , 484-492.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27 , 595-612.
- Miller, D., & Le Bretton-Miller, I. (2005). *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Boston: Harvard Business School Press.
- Morck, R. K. (1996). On the economics of concentrated ownership. *Canadian Business Law Journal*, 26 , 63-85.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2004). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *NBER WORKING PAPER SERIES* , 1-65.
- Muriawati, A. N. (2013). Pengaruh struktur kepemilikan, komisaris independen dan utang terhadap biaya keagenan di Indonesia. *Unpublished Undergraduate Thesis of Universitas Indonesia* .
- Nachrowi, N. D., & Usman, H. (2006). *Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Noordin, M. A., & Mohtar, D. S. (2014). Age: Does it Matter for Firms to Perform? *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(3) , 252-260.

- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Peng, M. W. (2004). Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions. *Strategic Management Journal*, 25 (5) , 453-471.
- Peng, M. W., & Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and Control in large firms. *Journal of Management Studies*, 47(2) , 253-273.
- Porter, M. (1981). The contribution of industrial organization to strategic management. *Academy of Management Review* , 609-620.
- Rahmadiyah, N. (2012). Analisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap agency cost dengan aktivitas dewan komisaris sebagai pemoderasi. *Unpublished Undergraduate Thesis of Universitas Indonesia* .
- Ross, S. A., Randolph, W. W., & Bradford, D. J. (2010). *Fundamentals of corporate finance*. New York: McGraw Hill.
- Scott, W. R. (1977). Effectiveness of organizational effectiveness studies. In P. S. Goodman & J. M. Pennings (Eds). *New perspectives on organizational effectiveness* , 63-95.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2013). *Research Methods for business*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Syakhroza, A. (2005). Corporate governance: Sejarah dan perkembangan, teori, model, dan sistem governance serta aplikasinya pada perusahaan BUMN. *Pengukuhan Guru Besar Tetap dalam Bidang Ilmu Akuntansi*. Depok: Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80 , 385–417.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45 (1) , 196-220.