

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Perusahaan Keluarga

1. Definisi Perusahaan Keluarga

Untuk mendefinisikan perusahaan keluarga, penelitian-penelitian sebelumnya menggunakan dua istilah yang diartikan sama, yaitu perusahaan keluarga (*family firms*) dan bisnis keluarga (*family business*). Dunnemann & Barrett (2004) menyatakan bahwa pendefinisian perusahaan keluarga didasarkan pada kepemilikan, manajemen dan struktur pengendalian, serta peralihan antar generasi. Meskipun sulit untuk mendefinisikan perusahaan keluarga, namun ada beberapa kesepakatan diantara peneliti perusahaan keluarga tentang unsur-unsur yang penting dalam definisi perusahaan keluarga (Sten, 2006). Menurut Sten (2006), unsur yang sering digunakan untuk mendefinisikan perusahaan keluarga adalah kepemilikan perusahaan, yakni kepemilikan keluarga di atas 50%.

Dari sekian definisi yang berbeda-beda yang diungkapkan dalam skala tersebut, Uhlaner (2005) mencoba mengujinya secara ilmiah melalui metode statistik menggunakan Skala Guttman. Dalam penelitiannya tersebut Uhlaner (2005) menguji beberapa definisi dengan cara memberi kuesioner kepada para pemilik perusahaan keluarga, sehingga

diharapkan bisa didapatkan definisi bisnis keluarga yang bisa diterima oleh umum. Adapun definisi bisnis keluarga yang diuji oleh Uhlener (2005) tersebut meliputi beberapa hal yaitu:

- a. Kepemilikan perusahaan, lebih dari 50% saham perusahaan dimiliki oleh satu keluarga.
- b. Representasi keluarga dalam manajemen, dimana satu atau lebih anggota tim manajemen adalah anggota keluarga pemilik perusahaan.
- c. Proporsi keluarga dalam manajemen, dimana lebih dari 50% manajemen diwarnai atau dikuasai oleh keluarga.
- d. Keluarga menentukan strategi bisnis
- e. Adanya perencanaan untuk adanya transfer kepemilikan antar generasi.
- f. Adanya persepsi pribadi pemilik bahwa perusahaannya adalah perusahaan keluarga.

2. Kelebihan Bisnis Keluarga

Sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya, bisnis keluarga memberi kontribusi besar bagi perekonomian negara. Dibandingkan dengan non bisnis keluarga, bisnis keluarga memberi kontribusi yang lebih besar bagi perekonomian suatu negara. Hal tersebut merupakan hal yang wajar mengingat, bahwa bisnis keluarga memiliki beberapa kelebihan dibanding dengan sektor bisnis yang lain. Adapun mengenai kelebihan bisnis keluarga, beberapa penelitian telah memberikan gambaran secara jelas, antara lain :

- a. Bisnis keluarga memiliki orientasi jangka panjang.
- b. Memiliki independensi yang lebih besar dari pada jenis bisnis yang lain.
- c. Budaya keluarga sebagai sumber kebanggaan dan kelebihan bisnis keluarga.

- d. Kemampuan membalik keadaan dalam waktu sulit.
- e. Tidak terlalu birokratis dan impersonal dari pada sektor bisnis lain, sehingga bisnis keluarga memiliki kelebihan dalam tingkat fleksibilitas yang tinggi dan juga pengambilan keputusan bisa berlangsung cepat.
- f. Keuntungan secara material dan finansial yang besar.
- g. Memiliki pemahaman terhadap bisnis yang dijalani sehingga mampu memberi pengenalan lebih awal kepada para anggota keluarga.

3. Kelemahan Bisnis Keluarga

Meskipun memiliki sekian kelebihan, bisnis keluarga juga memiliki beberapa kelemahan. Menurut Ket De Vries (1993), kelemahan dalam bisnis keluarga antara lain:

- a. Akses ke pasar modal yang lemah bisa menghambat pertumbuhan perusahaan.
- b. Struktur organisasi membingungkan, biasanya struktur organisasi tidak teratur dan tidak ada pembagian tugas yang jelas.
- c. Adanya unsur nepotisme dalam pengelolaan perusahaan.
- d. Toleransi anggota keluarga yang tidak pada tempatnya.
- e. Sistem penghargaan yang tidak seimbang.
- f. Kesulitan untuk menunjukkan manajemen profesional.
- g. Adanya *Spoiled Kid Syndrom*, yaitu suatu keadaan dimana karena kesibukan pemilik perusahaan menyebabkan anak atau keluarga menjadi terabaikan.
- h. Perselisihan yang terjadi dalam keluarga terbawa ke dalam bisnis.
- i. Paternalistik atau otokratis, yang menyebabkan munculnya penolakan terhadap perubahan dan tertutup.

j. Adanya gangguan keuangan akan memberatkan perusahaan.

2.1.2 Suksesi dalam Perusahaan Keluarga

Hal yang krusial dalam perusahaan keluarga adalah pergantian pimpinan (suksesi). Banyak perusahaan yang tidak siap dengan pergantian kepemimpinan sehingga perusahaan tersebut harus terhenti di generasi pertama saja, seperti dalam kasus Surabaya Post, harian terkemuka yang terbit di Surabaya dengan cakupan wilayah edar seluruh Jawa Timur. Meskipun putra-putri pendiri (R. Abdul Azis dan istrinya) bersekolah tinggi di Amerika Serikat dengan gelar doktor ekonomi, tetapi tidak bisa menyelematkan perusahaan sehingga harus di pailitkan oleh Pengadilan Niaga di tahun 2002.

Berbeda dengan Surabaya Post, Thayeb Mohammad Gobel, pendiri PT Gobel Dharma Nusantara dahulu PT. National Gobel, menyiapkan Rachmat Gobel, anak ke-lima dan anak lelaki tertua. Gobel tua telah menyiapkan Rachmat sejak usia 8 tahun dengan sesering mungkin dilibatkan dalam suasana kantor dan pabrik di kawasan Cawang, Jakarta. Selain itu Rachmat juga disekolahkan bisnis di Jepang (Chuo University) juga menjalani kerja magang di perusahaan keluarganya sendiri. Selepas dari kuliahnya di Jepang, Rachmat harus menjalani masa 6 tahun dengan bekerja mulai dari bawah sampai akhirnya memegang tampuk Direktur pada tahun 1990. Keputusan menyekolahkan Rachmat ke Jepang adalah visi cemerlang Gobel tua. Belakangan muncul banyak perusahaan baru hasil patungan dengan perusahaan raksasa elektronik Jepang, Matsushita (tabloit bisnis Kontan, edisi 42/XI, 16 Juli 2007).

Rhenald Kasali (harian Suara Pembaharuan, 27 November 2008) juga menguatkan pendapat Gobel. Seperti yang terjadi dalam proses pergantian kepemimpinan perusahaan

yang sukses di PT Mustika Ratu, Tbk, dari BRA Mooryati Soedibyo ke anaknya Putri Koeswisnu Wardani juga didahului dengan mekanisme pemagangan yang sungguh-sungguh. Proses pemagangan itu dijalannya selama 5 tahun, dengan melibatkan pada pekerjaan yang berbeda-beda. Mulai dari bekerja di bagian pemasaran, kemudian pindah ke bagian keuangan, dengan perlakuan yang sama dengan karyawan biasa yang lain. Untuk menghindari terjadi tumpang tindih peran, dan adanya kemungkinan “gangguan” dari anggota keluarga Putri yang lain, maka sang Ibu memberikan “mainan lain” kepada anak-anak yang tak kebagian tongkat suksesi. Ada yang mengelola spa, untuk perawatan kecantikan tubuh, juga ada yang mengelola kontruksi yang sesuai dengan bakat dan pendidikan anak. Sedang anak yang lain yang tidak kebagian jabatan eksekutif tetap dilibatkan dalam menjaga bendera perusahaan dengan menempatkannya dalam jabatan komisaris.

Bagi pendiri perusahaan keluarga, keberhasilan suksesi adalah ujian akhir kejayaannya (Tracey, 2001: 115-116). Memang sulit untuk memahami mengapa suksesi seringkali merupakan isu yang sensitif, khususnya bagi perusahaan keluarga generasi pertama. Orang yang mendirikan dan membesarkan, merasa sedih kalau mengalami kebangkrutan, dan kegagalan, sehingga membuat rencana suksesi merupakan hal yang sia-sia. Menurut Brännback M., Carsrud, A. L., Hudd, I., Nordberg, L. & Renko, M. (2006) menyarankan beberapa hal untuk rencana suksesi yang berhasil (*golden rules for succession-planning*) yaitu:

1. Susun harapan tentang tugas dan peran secara jernih.
2. Gaji berbasis kinerja actual, bukan berdasar kebutuhan personal.

3. Atur untuk supervisi, pemantauan, dan saran bagi mentor yang bukan keluarga.
4. Sediakan tanggung jawab yang sesungguhnya atas kinerja yang sesungguhnya.
5. Putar penugasan untuk periode yang bermakna.
6. Sediakan prosedur tertulis bagi anggota keluarga yang ingin meninggalkan perusahaan keluarga.

Beberapa telah atas pustaka tentang perusahaan keluarga, seperti yang dikemukakan oleh Neubauer and Lank (1998: 133) yang menyarankan konklusi sebagai berikut:

- 1) Sukses CEO sejauh ini merupakan isu yang paling sering dibicarakan.
- 2) Faktor kritis yang menentukan apakah suatu perusahaan keluarga dapat bertahan adalah kemampuan mengelola proses suksesi.

Sementara itu Moores and Barrett (2002: 6) menyatakan bahwa “*sustainability of Family Business depends on success of succession*”. Sehingga tidak bisa dipungkiri bahwa masa depan perusahaan keluarga tergantung pada keberhasilan suksesi. Sehingga tidak salah manakala Moores and Barrett (2002) mendefinisikan suksesi adalah peralihan kepemilikan perusahaan keluarga kepada suksesor dari pemilik sebelumnya. Perusahaan keluarga seringkali mempunyai masalah dalam pengelolaan suksesi ketika pendiri bisnis atau generasi pengelola saat ini telah begitu lama mengelola perusahaan keluarganya dan mendekati masa pensiun. Jika generasi sesudahnya mengambil alih manajemen, ada kemungkinan terdapat kesenjangan antara kepemilikan dengan kemampuan mengendalikan bisnis yang memerlukan ketrampilan dan kerja keras dalam memelihara dan mempertanggung jawabkan perusahaan keluarganya. Disisi lain, generasi tua sulit untuk menerima kenyataan bahwa ketuaannya dan dominansi *patriarchal* sudah tidak bisa

diterima atau tidak sesuai lagi. Ketika pengelola dan pemilik awal pensiun, terdapat dua isu terpisah, yaitu:

1. Pensiun dari menjalankan bisnis atau
2. Pensiun sebagai pemilik dan pengendali utama.

Yang kedua seringkali seakan-akan berjalan dengan baik setelah kejadian yang pertama terjadi. Beberapa hal yang terjadi seperti permohonan saran dari generasi yang lebih muda adalah hal yang menyenangkan. Hal ini menyadarkan generasi tua bahwa roda bisnis sekarang telah beralih ke tangan generasi yang lebih muda. Meskipun demikian, selama kepemilikan masih berada di tangan generasi yang lebih tua, perasaan gundah dari generasi tua bisa diminimalisir. Perasaan inilah yang membuat banyak orang merasa nyaman untuk mencoba menjalankan bisnis meskipun mereka tidak memiliki kendali mutlak. Merujuk pada permasalahan kepemilikan dan pengendalian, Connolly, Graham and Christopher Jay, (1996: 177) merekomendasikan sejumlah 30% dari kepemilikan yang dipindahkan kepada generasi yang lebih muda agar generasi yang lebih muda bersemangat dalam mengelola dan memajukan perusahaan keluarga namun bagi generasi yang lebih tua merasa aman dan tanpa rasa khawatir atas kelanjutan bisnisnya di perusahaan keluarga.

Dalam hubungannya dengan suksesi, Craig (2003) dalam studinya menemukan beberapa hal, yaitu:

- a. Generasi pendiri mempunyai derajat individualitas dan kepercayaan (*self-belief*) yang lebih tinggi dibanding generasi kedua atau ketiga dari perusahaan keluarga.

- b. Generasi pendiri berbeda secara signifikan dengan generasi ketiga (tapi tidak dengan generasi kedua) pada masalah-masalah pelaksanaan (*direction*) dan perencanaan.

2.1.3 Kinerja Keuangan

1. Pengertian Kinerja Keuangan

Analisis kinerja perusahaan berdasarkan data keuangan yang dipublikasikan pada laporan keuangan yang dibuat sesuai dengan prinsip akuntansi yang lazim digunakan. Laporan ini merupakan data yang paling umum tersedia untuk tujuan tersebut, walaupun seringkali tidak mewakili hasil dan kondisi ekonomi. Penilaian kinerja keuangan perusahaan yang ditimbulkan sebagai akibat pengambilan keputusan manajemen akan berkaitan dengan masalah efektifitas pemanfaatan modal, efisiensi dan profitabilitas dari kegiatan usaha serta menyangkut nilai dan keamanan dari tuntutan yang timbul dari pihak ketiga. Dapat disimpulkan bahwa yang dimaksud dengan kinerja keuangan perusahaan adalah prestasi atau hasil yang dicapai oleh perusahaan sebagai akibat dari keputusan yang telah dibuat manajemen secara terus-menerus, yang menggambarkan keadaan atau posisi keuangan dalam waktu tertentu. Kinerja keuangan yang mampu menjelaskan beberapa kekuatan dan kelemahan perusahaan adalah rasio keuangan. Sumber data utama dalam melakukan analisis berasal dari neraca dan laporan rugi laba perusahaan pada periode tertentu. Dengan menggunakan data yang tersedia pada kedua laporan tersebut, dapat diketahui berbagai rasio keuangan sesuai dengan kebutuhan pemakainya.

2. Pengukuran Kinerja Keuangan

Dalam melakukan analisis kinerja keuangan perusahaan harus terdapat ketegasan pemikiran mengenai cara-cara pengujian yang akan dicapai. Untuk alasan-alasan khusus yang bagaimana serta harus dibuat batasan oleh analis mengenai titik berat analisis, tujuan dan dasar perbandingan yang mungkin dipakai. Dalam menilai kinerja keuangan yang akan dihubungkan dengan harga saham dapat digunakan rasio keuangan. Pemakaian rasio keuangan biasanya digunakan untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan mengenai prestasi operasional perusahaan. Sedangkan prestasi perusahaan dapat dinilai dari besarnya kinerja perusahaan selama periode tertentu. Kinerja keuangan perusahaan bisa diamati dari laporan keuangan yang dikeluarkan secara periodik yaitu neraca dan laporan rugi laba.

Munawir (2002) menjelaskan bahwa dalam menganalisis dan menilai posisi keuangan dan potensi atau kemajuan-kemajuan perusahaan, faktor yang paling utama untuk mendapatkan perhatian oleh penganalisis adalah :

a. Untuk Mengetahui Tingkat Likuiditas.

Menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih. Kewajiban keuangan suatu perusahaan pada dasarnya dapat digolongkan menjadi dua, yaitu:

1. Kewajiban keuangan yang berhubungan dengan pihak luar perusahaan (Kreditur).
2. Kewajiban keuangan yang berhubungan dengan proses produksi (internal perusahaan).

b. Untuk Mengetahui Tingkat Solvabilitas.

Menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasikan, baik kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang.

c. Untuk Mengetahui Tingkat Rentabilitas atau Profitabilitas.

Menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Rentabilitas suatu perusahaan diukur dengan kesuksesan perusahaan dan kemampuan menggunakan aktivasinya secara produktif, dengan membandingkan antara laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah aktiva atau jumlah modal perusahaan tersebut.

d. Untuk Mengetahui Tingkat Stabilitas Usaha.

Menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melakukan usahanya dengan stabil yang diukur dengan mempertimbangkan kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga atas hutang-hutangnya dan perusahaan untuk akhirnya membayar kembali hutang-hutang tersebut tepat pada waktunya serta kemampuan perusahaan secara teratur kepada pemegang saham tanpa mengalami hambatan atau krisis keuangan.

Faktor-faktor tersebut di atas akan dapat diketahui dengan cara menganalisis dan menginterpretasikan laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan dengan menggunakan metode atau teknik analisis yang tepat atau sesuai dengan tujuan analisis. Dengan kata lain laporan keuangan suatu perusahaan perlu dianalisis karena dengan analisis tersebut akan diperoleh semua jawaban yang berhubungan dengan

masalah posisi keuangan dan hasil-hasil yang dicapai oleh perusahaan yang bersangkutan.

3. Hubungan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham

Hubungan antara kinerja keuangan dengan harga saham adalah harga saham yang bersedia dibayar oleh pemodal, mencerminkan arus kas bersih yang diharapkan setelah memperhitungkan waktu dan risiko investasi. Mengenai nilai dari suatu saham juga menyangkut dengan perkiraan prestasi sebuah perusahaan di masa depan. Prestasi perusahaan dapat dinilai dari kinerja perusahaan pada periode waktu tertentu. Kinerja keuangan dapat dilihat dari laporan keuangan tahunan yang dikeluarkan secara periodik, sehingga kinerja keuangan dapat digunakan sebagai sumber data untuk mengukur perubahan harga saham. Dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan dari aspek keuangan atau financial dapat mempengaruhi harga saham di bursa efek.

2.1.4. Analisis Rasio Keuangan

1. Pengertian Rasio Keuangan

Menurut Munawir (2002), "Rasio menggambarkan suatu hubungan atau perimbangan (*mathematical relationship*) antara suatu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain dan dengan menggunakan alat analisis berupa rasio ini akan dapat menjelaskan atau memberi gambaran kepada penganalisa tentang baik atau buruknya keadaan atau posisi keuangan suatu perusahaan terutama apabila angka rasio tersebut dibandingkan dengan angka rasio pembanding yang digunakan sebagai standard". Bagi manajer keuangan dengan menghitung rasio-rasio tertentu akan memperoleh suatu informasi tentang kekuatan dan kelemahan yang akan dihadapi oleh perusahaan di bidang keuangan, sehingga dapat

membuat keputusan-keputusan yang penting bagi kepentingan perusahaan untuk masa yang akan datang. Sedangkan bagi investor atau calon pembeli saham merupakan bahan pertimbangan apakah menguntungkan untuk membeli saham perusahaan yang bersangkutan atau tidak.

2. Keunggulan Analisis Rasio Keuangan

Dengan analisis rasio kita membandingkan berbagai perkiraan dalam kategori yang berbeda, yakni antara perkiraan yang satu dengan yang lainnya, baik antar perkiraan dalam laporan rugi laba sendiri maupun antara neraca dan laporan rugi laba. Analisis rasio digunakan oleh tiga kelompok utama : (1) Manajer yang menggunakan rasio untuk membantu, menganalisis, mengendalikan, dan memperbaiki operasi perusahaan; (2) Analis kredit, yang menganalisis rasio untuk membantu menentukan kemampuan perusahaan membayar utang; (3) analis saham, yang berkepentingan dengan efisiensi, risiko, dan prospek pertumbuhan perusahaan.

Keunggulan analisis rasio keuangan dibandingkan dengan teknik analisis yang lainnya, yaitu :

- a. Rasio merupakan angka-angka atau ikhtisar statistik yang lebih mudah dibaca dan signifikan.
- b. Merupakan pengganti yang lebih sederhana dari informasi yang disajikan laporan keuangan yang sangat rinci dan rumit.
- c. Mengetahui posisi perusahaan di tengah industri lain.
- d. Sangat bermanfaat untuk bahan dalam mengisi model-model pengambilan keputusan dan model prediksi (Z-score).

- e. Standard size (ukuran) perusahaan.
- f. Lebih mudah membandingkan perusahaan dengan perusahaan lain atau melihat perkembangan perusahaan secara periodik atau "time series".
- g. Lebih mudah melihat trend perusahaan serta melakukan prediksi di masa yang akan datang.

3. Pengelompokan Rasio Keuangan.

Weston dan Copeland (1995) membuat suatu tinjauan atas hubungan analisis keuangan dengan melakukan tiga pengelompokan besar, yaitu :

1. Ukuran Kinerja (*Performance Measures*)

Ukuran kinerja dianalisis dalam tiga kelompok :

- a. Rasio Profitabilitas (*Profitabilitas Ratio*). Mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi.
- b. Rasio Pertumbuhan (*Growth Ratio*). Mengukur kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonomisnya dalam pertumbuhan perekonomian dan dalam industri atau pasar produk tempatnya beroperasi.
- c. Ukuran Penilaian (*Valuation Measures*). Mengukur kemampuan manajemen untuk mencapai nilai-nilai pasar yang melebihi pengeluaran kas.

2. Ukuran Efisiensi Operasi (*Operating Efficiency Measures*)

Ukuran efisiensi operasi dibagi menjadi dua kelompok, yaitu :

- a. Manajemen Aktiva dan Investasi (*Asset and Investment Management*)
Mengukur efektivitas keputusan-keputusan investasi perusahaan dan pemanfaatan sumber daya.

b. Manajemen Biaya (*Cost Management*)

Mengukur bagaimana masing-masing elemen biaya dikendalikan.

3. Ukuran Kebijakan Keuangan (*Financial Policy Measures*)

Ukuran kebijakan keuangan terdiri dari dua jenis, yaitu :

a. Rasio Leverage (*Leverage Ratio*)

Mengukur tingkat sejauh mana aktiva perusahaan telah dibiayai oleh penggunaan hutang.

b. Rasio Likuiditas (*Liquidity Ratio*)

Mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo.

2.1.5. Definisi Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan antara jumlah hutang jangka panjang dengan ekuitas atau modal sendiri yang dimiliki perusahaan (Riyanto, 2001 dalam Kartika (2009)). Struktur permodalan disebut juga sebagai keputusan untuk memilih sumber pembiayaan atau komposisi pemilihan atas pendanaan yang merupakan perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh merupakan kombinasi dari sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama, yaitu berasal dari dalam dan luar perusahaan (Rodoni dan Ali, 2010:137). Menurut Weston dan Brigham (1994:180), struktur modal yang optimal pada suatu perusahaan adalah gabungan dari hutang dan ekuitas yang memaksimalkan harga saham perusahaan. Struktur modal berbeda dengan struktur keuangan dimana struktur keuangan perusahaan terdiri dari seluruh utang yaitu utang jangka pendek, utang jangka

panjang, dan modal sendiri yang digunakan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan/belanjanya. Sedangkan struktur modal adalah pendanaan permanen perusahaan yang terdiri dari utang jangka panjang dan modal sendiri (shareholder's equity) yang digunakan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan/belanjanya. Menurut Mardiyanto (2008) dalam Hasni (2013) struktur modal, utang jangka pendek tidak diperhitungkan karena jenis utang ini pada umumnya bersifat spontan (maksudnya berubah sesuai dengan perubahan tingkat penjualan), sedangkan utang jangka panjang bersifat tetap selama jangka waktu yang relatif lebih panjang (biasanya lebih dari satu tahun) sehingga perlu lebih dipikirkan keberadaannya oleh para manajer keuangan perusahaan. Oleh karena itu, didalam keputusan pendanaan, struktur modal hanya terdiri dari utang jangka panjang dan ekuitas didalam membiayai kegiatan usaha perusahaan. Struktur modal itu sendiri biasanya mengacu pada bagaimana sebuah perusahaan mengelola pendanaan untuk aset-asetnya melalui berbagai kombinasi dari modal sendiri (*equity*), utang (*debt*), serta melalui *hybrid securities*. Keputusan struktur modal atau pendanaan dilakukan dengan tidak tepat dan tidak cermat akan menimbulkan biaya modal yang tinggi sehingga akan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Biaya modal (*cost of capital*) merupakan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan untuk mendapatkan pendanaan eksternal (Stice dan Skousen, 2009:387). Teori *trade off* struktur modal menyatakan suatu perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal jika semua pendanaan dibiayai oleh hutang atau tidak menggunakan hutang sama sekali didalam membiayai kegiatan perusahaan sehingga untuk itu manajer perusahaan harus secara cermat dan tepat dalam mengelola komposisi modal perusahaan (Suhendra, 2005 dalam Joni dan Lina, 2010).

2.1.6. Komponen Struktur Modal

Untuk memahami tentang struktur modal maka perlu mengetahui komponen atau pembagian dari struktur modal itu sendiri. Riyanto (2001) menyatakan pada dasarnya struktur modal suatu perusahaan terdiri dari dua komponen, yaitu modal asing atau hutang jangka panjang dan modal sendiri (*shareholder equity*). Berikut ini beberapa penjelasan mengenai komponen struktur modal, yaitu :

1. Hutang jangka panjang atau Modal asing Hutang jangka panjang yang merupakan sumber dana eksternal yang didapat perusahaan adalah jenis hutang yang jangka waktunya panjang atau memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun. Jenis pembiayaan dari hutang jangka panjang ini pada umumnya digunakan oleh perusahaan untuk membelanjai kegiatan-kegiatannya, seperti melakukan perluasan usaha (ekspansi pasar) dan pengembangan produk karena membutuhkan jumlah dana (modal) yang besar. Ada berbagai jenis dari hutang jangka panjang suatu perusahaan, antara lain seperti :
 - a. Hutang Obligasi Obligasi (bond) merupakan salah satu jenis surat berharga atau bentuk surat utang yang dikenakan bunga dan nilai nominalnya harus dibayarkan kembali pada tanggal jatuh tempo yang ditentukan, biasanya lebih dari satu tahun. (Reeve, 2010 : 219).
 - b. Hutang Hipotik Hutang hipotik adalah jenis hutang jangka panjang yang dijamin pembayarannya dengan asset tetap atau asset tidak bergerak, seperti tanah dan bangunan.

- c. Kewajiban sewa guna usaha jangka panjang (hutang sewa pembiayaan)
Kewajiban ini termasuk bagian dari hutang jangka panjang. Menurut Stice dan Skousen (2010), beberapa jenis kegiatan sewa guna usaha perusahaan atas properti, pabrik, dan peralatan pada hakikatnya merupakan pembelian yang didanai dengan hutang. Untuk akuntansi sewa guna usaha modal (atau pembiayaan perusahaan), nilai sekarang dari pembayaran sewa masa datang dicatat sebagai utang jangka panjang (Stice dan Skousen, 2009: 128).
2. Modal Sendiri (*Shareholder Equity*) Modal sendiri atau ekuitas pemegang saham merupakan modal yang diperoleh atau berasal dari pemilik/ pemegang saham perusahaan itu sendiri dan modal tersebut tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang tidak tertentu batasnya (Riyanto, 2001). Sumber modal sendiri yang diperoleh perusahaan ada dua macam, yaitu dari sumber intern dan sumber ekstern. Sumber intern ini diperoleh dari keuntungan (laba) yang dihasilkan perusahaan dari aktivitas operasinya, sedangkan sumber ekstern modal sendiri perusahaan diperoleh atau berasal dari pemilik/pemegang saham perusahaan, yaitu modal saham.
3. Laba yang ditahan (*Retained Earnings*) Laba ditahan atau saldo laba ini merupakan jenis modal sendiri perusahaan yang berasal dari sumber intern perusahaan. Laba yang ditahan yaitu sisa laba dari keuntungan perusahaan yang belum dibagikan kepada para pemegang saham sebagai deviden. Laba ditahan dihasilkan dari kegiatan operasi. Laba bersih dapat meningkatkan laba ditahan, sebaliknya deviden dapat mengurangi laba ditahan (Reeve, 2010: 136). Laba ditahan ini biasanya digunakan untuk kepentingan perusahaan yaitu digunakan oleh manajemen sebagai

modal untuk mengembangkan atau memperluas kegiatan operasi sehingga perusahaan dapat terus berkembang.

4. Saham biasa (*common stock*). Saham biasa adalah salah satu jenis komponen modal sendiri jangka panjang perusahaan yang berasal dari sumber eksternal perusahaan yaitu jenis modal yang ditanamkan ke perusahaan oleh para pemegang saham/ pihak investor. Saham biasa merupakan surat berharga dalam bentuk sertifikat yang memiliki fungsi sebagai bukti kepemilikan suatu perusahaan. Pemilik saham akan mendapatkan hak untuk menerima sebagian pendapatan tetap/dividen dari perusahaan serta kewajiban menanggung resiko kerugian yang diderita perusahaan.
5. Saham preferen. Saham preferen adalah salah satu jenis saham yang pemilik saham preferen ini memiliki hak lebih dibandingkan hak pemilik saham biasa. Keistimewaan saham preferen ini yaitu pemegang saham mempunyai hak istimewa untuk mendapatkan dividen (Pembagian laba) lebih dahulu, mereka mempunyai kesempatan lebih besar untuk menerima dividen secara teratur dibandingkan dengan pemegang saham biasa (Reeve, 2010:138).

2.1.7 Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

1. Profitabilitas

Profitabilitas yaitu kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total asset maupun modal sendiri. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat profitabilitas yang tinggi menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar yang diakumulasikan sebagai laba yang ditahan (Joni dan Lina, 2010). Sebaliknya jika laba yang

dihasilkan perusahaan rendah, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang yang lebih besar karena dana internal yang dimiliki tidak cukup untuk mendanai kegiatan perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal yaitu *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan dengan tingkat profit tinggi lebih cenderung menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu yaitu seperti dari laba yang ditahan untuk membiayai kegiatan investasi dan pembelanjaan perusahaannya. Tetapi hal tersebut berbeda dengan teori Modigliani, yang mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profit yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang besar untuk mendapatkan keuntungan dari pajak yaitu pembayaran bunga hutang dapat mengurangi beban pajak yang harus dibayar perusahaan sehingga ada penghematan membayar pajak. Dari penjelasan diatas menunjukkan adanya ketidak jelasan informasi, tetapi dari uraian tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap keputusan pendanaan atau struktur modal perusahaan.

2. Struktur Asset

Struktur Asset menggambarkan proporsi atau perbandingan antara total asset tetap yang dimiliki oleh perusahaan dengan total asset perusahaan (Joni dan Lina, 2010). Pengertian lainnya yaitu, menurut Delcoure (2006), struktur asset mencerminkan seberapa besar asset tetap mendominasi komposisi kekayaan atau asset yang dimiliki perusahaan. Selain itu, struktur asset (*tangibility*) ini atau lebih dikenal sebagai *tangible assets* menunjukkan komposisi relatif asset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Struktur Asset merupakan salah satu faktor yang penting pada *capital structure* atau keputusan pendanaan suatu perusahaan, karena apabila perusahaan dihadapkan pada kondisi kesulitan

keuangan dalam membayar hutangnya, aset-aset berwujud atau asset tetap yang dimiliki perusahaan dapat bertindak sebagai jaminan dalam memberikan jaminan kepada pihak luar yang memberikan pinjaman (Febriyani dan Srimindarti, 2010 dalam Hasni, 2013). Perusahaan yang sebagian besar modalnya tertanam dalam asset tetap akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dari modal sendiri, tetapi belum tentu juga karena menurut Joni dan Lina (2010), pengadaan untuk asset tetap membutuhkan dana yang tidak sedikit dan memungkinkan munculnya beban penambahan hutang bagi perusahaan. Asset tetap berwujud yang digunakan sebagai jaminan dapat memperkecil resiko kebangkrutan perusahaan dan biaya kesulitan keuangan untuk membiayai kegiatan perusahaan (Indrajaya, 2011 dalam Hani,2013). Disamping itu, penggunaan asset lancar jumlahnya terbatas. Semakin besar jumlah asset tetap yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula jaminannya sehingga dapat memberikan kepercayaan kepada pihak eksternal untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan dalam jumlah yang besar dan mengakibatkan tingkat penggunaan hutang perusahaan akan lebih besar dari pada modal sendiri dalam struktur modal perusahaan. Dari penjelasan tersebut menunjukkan bahwa struktur asset memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

3. *Growth Opportunity*

Growth opportunity yaitu perusahaan yang memiliki kesempatan/peluang untuk bertumbuh atau mencapai tingkat pertumbuhan atau mengembangkan perusahaannya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih banyak membutuhkan dana di masa depan, terutama dana eksternal untuk memenuhi kebutuhan investasinya atau untuk memenuhi kebutuhan untuk membiayai pertumbuhannya (Indrajaya, Herlina, dan Setiadi,

2011). Perusahaan yang berpeluang untuk mencapai pertumbuhan yang tinggi pasti akan mendorong perusahaan untuk terus melakukan ekspansi usaha dan dana yang dibutuhkan pasti tidaklah sedikit dan kemungkinan dana internal yang dimiliki jumlahnya terbatas sehingga akan mempengaruhi keputusan struktur modal atau pendanaan suatu perusahaan. Perusahaan yang berada pada tingkat pertumbuhan yang tinggi juga cenderung dihadapkan pada situasi kesenjangan informasi yang tinggi antara manajer dan investor mengenai proyek investasi perusahaan sehingga mengakibatkan modal ekuitas saham lebih besar dibandingkan dengan biaya modal hutang, karena menurut pandangan investor, modal saham lebih beresiko dibandingkan hutang sehingga perusahaan cenderung menggunakan hutangnya terlebih dahulu sebelum menggunakan ekuitas saham baru. Dari penjelasan tersebut menunjukkan tingkat *growth opportunity* juga berpengaruh terhadap keputusan pendanaan atau struktur modal perusahaan.

2.1.8 Nilai Perusahaan

Telah diketahui tujuan dasar dari sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan-yaitu, untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Berdasarkan teori ekonomi neoklasik, nilai sebuah perusahaan adalah sebesar nilai sekarang dividen ekspektasian (berupa aliran kas bersih yang akan diterima dari perusahaan tersebut pada masa-masa mendatang). Nilai perusahaan ditentukan dengan seberapa banyak orang bersedia membayar untuk mendapatkan perusahaan tersebut, semakin orang menganggap suatu perusahaan bernilai, semakin mereka bersedia membayar banyak untuk memilikinya. Kemudian pemilik yang ada dapat menjualnya kepada investor di atas harga beli semula, sehingga meningkatkan kekayaan saat ini pemilik saham. Tugas manajer keuangan adalah

untuk membuat kebijakan yang akan membuat orang berpendapat perusahaan semakin menguntungkan, dan pada gilirannya membuat orang mau membayar lebih untuk membeli perusahaan.

Timothy Gallagher (2000) dalam Widyaningrum (2010) menyatakan bagi perusahaan yang menjual sahamnya kepada publik, harga saham dapat mengindikasikan nilai dari sebuah bisnis (perusahaan) karena pemilik saham-orang yang membeli bagian saham perusahaan-menjadi bagian dari pemilik perusahaan. Jadi peran utama manajer keuangan adalah membantu membuat saham perusahaan lebih bernilai.

Nilai perusahaan dipengaruhi oleh ukuran aliran kas masa depan, waktu terjadinya aliran kas, dan risiko aliran kas.

- a. Aliran kas masuk meningkatkan nilai perusahaan, sedangkan aliran kas keluar mengurangi nilai perusahaan.
- b. Semakin cepat aliran kas diharapkan diterima, semakin besar nilai perusahaan. Dan semakin lama aliran kas tersebut diperoleh, maka semakin kecil nilai perusahaan.
- c. Semakin kecil risiko yang diasosiasikan dengan aliran kas masa depan, semakin besar nilai perusahaan. Semakin besar risiko, semakin rendah nilai perusahaan.

2.1.9 Return Saham

Harga dasar suatu saham sangat erat kaitannya dengan harga pasar suatu saham. Harga dasar suatu saham dipergunakan di dalam perhitungan indeks harga saham. Harga saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Kebanyakan harga saham berbeda dengan nilai saham, makin sedikit informasi yang bisa diperoleh untuk menghitung

nilai saham, makin jauh perbedaan tersebut (Jogiyanto, 2000). Notasi yang digunakan untuk mengukur *return* saham adalah:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana:

R_{it} = *Return* saham masing-masing perusahaan

P_{it} = Harga saham masing-masing perusahaan pada tanggal t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham masing-masing perusahaan pada tanggal $t-1$

Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Robert Ang, 2001). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*. Dalam pasar saham tidak selalu menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi investor. Namun beberapa komponen *return* saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah deviden, saham bonus, dan *capital gain*.

Komponen suatu *Return* terdiri dari dua jenis yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital gain* (keuntungan selisih harga). *Current income* adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, deviden dan sebagainya. Disebut juga pendapatan lancar maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat

diuangkan dengan cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bunga dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga dividen saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Robert Ang, 1997).

Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dengan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen *return* berupa *capital gain* atau *capital loss*. *Capital gain* sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut habis diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan-perubahan nilai suatu investasi. Investasi yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen *return capital gain* seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

Return dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan hitung berdasarkan data histori dan *return* realisasi itu penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa mendatang.

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian telah dilakukan mengenai suksesi bisnis keluarga, seperti Molly, *et al.*, (2010) yang mengambil penelitian tentang dampak suksesi pada struktur keuangan dan kinerja bisnis keluarga. Penelitian tersebut bertujuan untuk mengidentifikasi efek suksesi dengan menggunakan sampel 152 Usaha Kecil Menengah (UKM) dan mengandalkan data panel yang dikumpulkan selama periode 1991-2006. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa pergantian dari generasi pertama ke generasi kedua negatif mempengaruhi hutang perusahaan. Namun, dalam generasi-generasi selanjutnya efek ini terbalik, yang mendukung hipotesis 1a (sebuah transfer bisnis keluarga di perusahaan keluarga generasi pertama akan menyebabkan efek negatif pada tingkat utang perusahaan) dan 1b (sebuah transfer bisnis keluarga di perusahaan keluarga generasi berikutnya akan menyebabkan netral untuk efek positif pada tingkat utang perusahaan). Sehubungan dengan hipotesis pada kinerja, analisis regresi menunjukkan bahwa di perusahaan keluarga generasi pertama tingkat pertumbuhan secara signifikan menurun setelah suksesi, sedangkan generasi-generasi selanjutnya tidak berpengaruh signifikan pada tingkat pertumbuhan yang telah diidentifikasi. Oleh karena itu hipotesis 2a (sebuah transfer bisnis keluarga di perusahaan keluarga generasi pertama akan menyebabkan efek negatif pada pertumbuhan perusahaan) didukung dan hipotesis 2b (sebuah transfer bisnis keluarga di perusahaan keluarga generasi berikutnya akan menyebabkan netral untuk efek positif pada pertumbuhan perusahaan) tidak didukung. Akhirnya, berkaitan dengan profitabilitas perusahaan, hipotesis 2c (sebuah transfer bisnis keluarga di perusahaan keluarga generasi pertama akan menyebabkan efek negatif pada profitabilitas perusahaan) dan 2d (sebuah transfer bisnis

keluarga di perusahaan keluarga generasi berikut akan menyebabkan netral untuk efek positif pada profitabilitas perusahaan) tidak didukung mengingat bahwa angka laba perusahaan keluarga yang tidak dipengaruhi oleh suksesi. Serta tidak ada bukti yang ditemukan bahwa suksesi tidak selalu dilihat sebagai peristiwa negative dalam siklus hidup dari bisnis keluarga.

Selain itu, ide meningkatkan stagnasi setelah suksesi juga diteliti oleh Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Menggunakan perspektif *agency*, Schulze et al. berpendapat bahwa kepemilikan ekuitas cenderung menjadi lebih menyebar dengan setiap transisi di sebuah perusahaan keluarga ke generasi berikutnya. Hal ini dapat menyebabkan perbedaan kepentingan antara pemegang saham yang melayani di Dewan perusahaan, yang akan lebih memilih untuk mengurangi leverage keuangan karena peningkatan risiko memiliki efek negatif pada keselamatan investasi pribadi mereka. Namun, dari berbagai gabungan, kebanyakan ditemukan di ketiga dan generasi berikutnya, akan ada dispersi yang lebih lanjut dalam kepemilikannya. Pada tahap ini, preferensi risiko dari keluarga pemilik akan lebih sesuai dengan orang-orang dari investor institusi dan pemegang saham umum perusahaan, yang akan mengakibatkan lebih tinggi kesediaan untuk mengambil risiko dan menggunakan pembiayaan utang. Hasil dari Schulze et al. (2003) menunjukkan bahwa dalam kemitraan terutama saudara kandung yang ada lebih rendah kesediaannya untuk menanggung risiko dibandingkan untuk mengendalikan pemilik dan konsorsium sepupu karena peningkatan kadar keengganan rugi, tujuan *misalignment*, dan konflik di antara anggota keluarga mengurangi insentif perusahaan-perusahaan ini menggunakan utang untuk membiayai investasi mereka. Ini berhubungan dengan pandangan Shepherd

dan Zacharakis (2000) bahwa keturunan kurang bersedia melakukan kegiatan berisiko karena mereka biasanya telah menginvestasikan sebagian besar modalnya untuk membeli saham sendiri ke perusahaan.

Perspektif stagnasi juga didukung oleh beberapa studi yang berfokus pada kemampuan yang rendah pada perusahaan keluarga untuk menarik pembiayaan utang setelah suksesi. Sebagai contoh, Anderson, Mansi & Reeb (2003) mengambil informasi laporan asimetri antara pemegang obligasi dan pemegang saham dan menemukan bukti bahwa sebelumnya mungkin telah mempertimbangkan suksesi dari pendiri generasi berikutnya sebagai ancaman bagi kekayaan mereka karena keturunan bisa kurang memenuhi syarat untuk memimpin perusahaan. Penulis lain menunjukkan fakta bahwa suksesi biasanya meningkatkan jumlah anggota keluarga yang terlibat dalam bisnis.

Meskipun studi di atas memprediksi adanya hubungan negatif antara suksesi antargenerasi dengan tingkat utang, penulis lain menunjukkan bahwa perusahaan keluarga generasi berikutnya akan merasa lebih mudah untuk menarik pembiayaan utang dibandingkan dengan rekan-rekan generasi pertama mereka dan karena itu mungkin memiliki tarif utang yang lebih tinggi. Le Breton-Miller dan Miller (2006) dan Gersick, Davis, Hampton, dan Lansberg (1997), misalnya, menunjukkan pentingnya hubungan jangka panjang antara perusahaan keluarga dan para pemangku kepentingan eksternal seperti bank. Jika transisi dari perusahaan keluarga yang dikelola berhasil, perusahaan bisa mendapatkan kondisi yang lebih baik ketika mencari pembiayaan utang dari bank karena hubungan jangka panjang dengan bank akan memberikan perusahaan status debitur yang dapat diandalkan. Selain itu, perusahaan keluarga bisa memiliki insentif yang lebih tinggi

untuk memenuhi kewajiban saat ini dan masa depan karena nama keluarga yang dipertaruhkan.

Menurut Ward (1997a), meningkatnya konflik di antara anggota keluarga adalah salah satu alasan utama terjadinya stagnasi bisnis keluarga. Begitu juga dengan argumen Mishra, Randøy, dan Jenssen (2001) menemukan bahwa kepemilikan perusahaan keluarga yang baru, memiliki efek positif yang lebih tinggi terhadap nilai perusahaan dibandingkan dengan generasi-generasi selanjutnya dari perusahaan keluarga, terutama karena melemahnya ikatan keluarga dan kekompakan yang rendah di antara anggota keluarga dari generasi ke generasi. Terkait dengan pandangan ini, Davis dan Harveston (1998, 1999) memperkenalkan gagasan "bayangan generasi." Istilah ini mengacu pada dimensi suksesi yang terbukti tidak lengkap karena pengaruh yang berkelanjutan dari keluarga generasi tua para anggota, mereka tidak lagi terjun langsung mengendalikan perusahaan. Sebagai perilaku ini dapat menghambat motivasi penerus dan meningkatkan kemungkinan terjadinya konflik, sebuah efek disfungsional pada perusahaan sudah dapat diharapkan. Davis dan Harveston lanjut menunjukkan bahwa bayangan generasi dilemparkan oleh pendiri jauh lebih besar dari bayangan generasi dilemparkan oleh generasi berikutnya. Mereka juga menunjukkan efek pembelajaran organisasi yang terjadi di perusahaan--perusahaan yang telah mengalami suksesi. Perusahaan keluarga yang telah terlibat dalam satu atau lebih peristiwa suksesi mungkin akan memiliki praktek standar mereka sendiri yang paling cocok untuk mereka. Dengan cara ini, mereka menyatakan bahwa transisi antara pendiri dan generasi kedua sering dapat dilihat sebagai yang paling sulit dan bergejolak. Secara keseluruhan, berdasarkan literatur di atas, efek negatif dari suksesi pada

kinerja perusahaan diharapkan terjadi terutama di perusahaan keluarga berkembang dari yang pertama ke generasi kedua.

Villalonga dan Amit (2006), dengan menggunakan sampel 500 perusahaan publik yang termasuk indeks S&P 500, menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki kinerja yang lebih baik daripada perusahaan bukan keluarga hanya jika pendiri perusahaan menjabat sebagai CEO (*Chief Executive Officer*) atau sebagai presiden komisaris (*Chairman of Board Directors*) dengan CEO yang berasal dari profesional atau bukan keluarga. Kepemilikan keluarga dianggap lebih efisien karena diawasi secara langsung oleh pendiri maupun keluarga dan membuatnya jauh lebih berharga, yang berarti bahwa pengelolaan laba yang oportunistik dapat dibatasi. Namun, jika generasi kedua menjabat CEO, nilai perusahaan keluarga lebih buruk daripada nilai perusahaan bukan keluarga. Hasil ini mengkonfirmasi anggapan klasik bahwa kinerja perusahaan keluarga berbanding terbalik dengan jumlah generasi. Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Hal ini bertentangan dengan temuan Perez-Gonzalez (2006), yang mengamati bahwa perusahaan keluarga generasi ketiga yang kurang menguntungkan dalam kemajuan bisnis mereka, mengingat penurunan yang signifikan dalam *Return On Asset* perusahaan tersebut dibandingkan dengan perusahaan keluarga di mana kontrol diserahkan dari pertama ke generasi kedua. Perez-Gonzalez berpendapat bahwa promosi CEO dari pihak keluarga pada perusahaan publik secara signifikan dapat menurunkan kinerja karena bakat yang lebih rendah dari keturunan keluarga. Akhirnya,

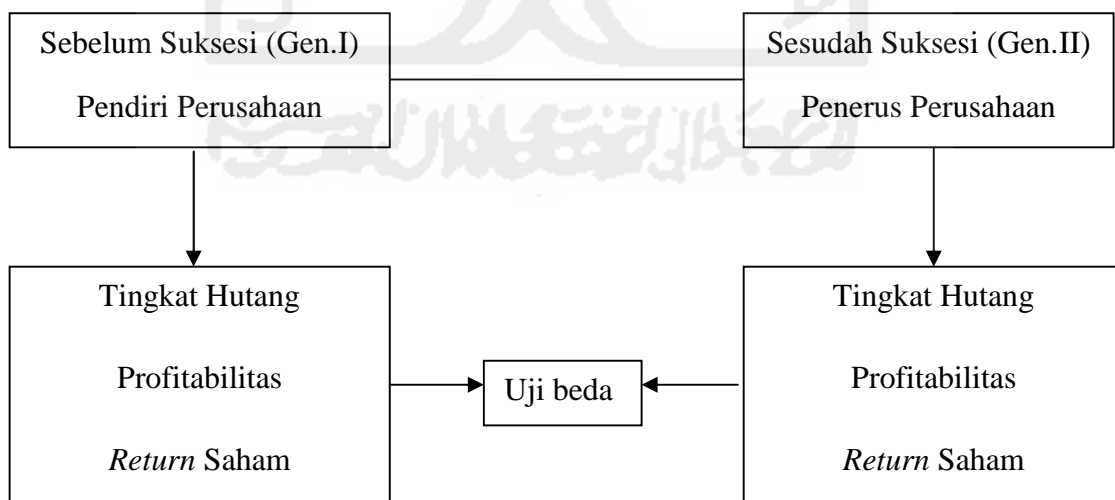
studi Morck dan Yeung (2003) membuktikan bahwa pertumbuhan yang lebih rendah dapat diperkirakan pada perusahaan yang dikendalikan oleh keturunan, karena sebagai yang terakhir mungkin mereka kurang bekerja keras dan kurang mampu dibandingkan dengan pendiri sebagai pengusaha sejati.

Meskipun literatur di atas menunjukkan bahwa suksesi bisnis keluarga mengarah ke stagnasi dan mengurangi kinerja perusahaan, penelitian lain memprediksi efek positif dari suksesi pada kinerja. Zahra (2005) dan Fernández dan Nieto (2005), misalnya, menemukan bahwa ketika generasi-generasi baru dari anggota keluarga terlibat aktif dalam perusahaan, terjadi peningkatan kekayaan dan pembaharuan strategis menjadi lebih penting. Argumen yang mendasarinya adalah bahwa dengan setiap suksesi di perusahaan, anggota keluarga baru membawa pengetahuan segar dan wawasan ke dalam perusahaan, yang positif mempengaruhi insentif untuk berinovasi, internasionalisasi, dan tumbuh. McConaughy dan Phillips (1999) juga menemukan bukti bahwa perusahaan keluarga yang dikendalikan oleh generasi selanjutnya lebih menguntungkan daripada perusahaan keluarga yang dikontrol oleh pendiri. Meskipun perusahaan yang dikendalikan oleh pendiri memiliki kapasitas yang lebih tinggi untuk tumbuh, perusahaan keluarga yang dikelola generasi selanjutnya memiliki kemampuan yang lebih tinggi untuk menghasilkan keuntungan karena mereka dapat menuai keuntungan dari saat investasi awal aset dan R & D modal yang dilakukan oleh pendiri. Hasil studi lain yang mendukung temuan di atas adalah Diwisch, Voithofer, dan Weiss (2009) mengidentifikasi pengaruh positif yang signifikan dari suksesi masa lalu pada kinerja UKM dari Austria. Namun studi yang dilakukan Sraer dan Thesmar (2007),

tidak menemukan hubungan antara kinerja dan pembaharuan generasi di perusahaan keluarga yang terdaftar di Perancis.

Professor Vijay Marisetty , Professor K Ramachandran & Rachna Jha (2008) mengambil penelitian mengenai efek kekayaan terhadap suksesi keluarga pada studi kasus kelompok usaha keluarga di India. Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menyelidiki efek kekayaan manajemen pengumuman suksesi pada kelompok bisnis keluarga di India selama tahun 1992- 2006. Menggunakan sampel dari 124 perusahaan, mereka menemukan hasil sebagai berikut: 1. suksesi keluarga umumnya dianggap sebagai berita positif oleh pelaku pasar. Ini menghasilkan rata-rata abnormal *Return* kumulatif 6,58% selama periode pengumuman. ; 2. profitabilitas perusahaan juga meningkatkan secara signifikan setelah suksesi; 3. Keluarga yang memiliki suksesi tanpa perlawanan atau perpecahan menunjukkan tingkat yang lebih tinggi dari laba.

2.3 Kerangka Penelitian



Keterangan :

Variabel Independen : Sifat pengendalian perusahaan (pengendalian oleh pendiri perusahaan dan pengendalian oleh penerus perusahaan).

Variabel Dependen : Tingkat hutang (Debt To Total Asset Ratio dan Debt To Equity), Profitability (*Return On Assets* dan *Return On Equity*), *Return Saham*.

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Hutang

Meskipun efek dari transfer generasi pada tingkat kewajiban hutang dapat bersifat positif atau negatif, ide stagnasi tampaknya berlaku, menyiratkan bahwa suksesi umumnya akan mengurangi tingkat pembiayaan utang. Namun, transfer dari pertama ke generasi kedua tidak akan selalu memiliki efek yang sama sebagai suksesi yang terjadi di generasi berikutnya. Ini dapat dikaitkan dengan peningkatan tingkat dispersi kepemilikan serta kebutuhan yang lebih tinggi untuk pembiayaan eksternal dalam mendanai transisi, di mana kedua masalah harus lebih jelas dalam suksesi generasi ketiga atau yang lebih baru. Hal tersebut juga didukung dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Kaye dan Hamilton (2004) yang menunjukkan bahwa keturunan biasanya memiliki kemauan yang lebih rendah untuk mengambil risiko dibandingkan dengan orang tua mereka. Menurut penelitian Molly *et.al.*, (2010) dampak dari suksesi atau transfer generasi pertama ke generasi kedua negatif dalam mempengaruhi tingkat hutang perusahaan. Berdasarkan pemahaman ini, perumusan hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Ada perbedaan tingkat hutang sebelum dan sesudah suksesi

2.4.2 Profitabilitas

Profitabilitas yaitu kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total asset maupun modal sendiri. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat profitabilitas yang tinggi menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar yang diakumulasikan sebagai laba yang ditahan (Mayangsari, 2001 dalam Joni dan Lina, 2010). Sebaliknya jika laba yang dihasilkan perusahaan rendah, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang yang lebih besar karena dana internal yang dimiliki tidak cukup untuk mendanai kegiatan perusahaan.

Menurut hasil yang didapatkan dari McConaughy dan Phillips (1999) perusahaan keluarga yang dikendalikan oleh generasi selanjutnya lebih menguntungkan daripada perusahaan keluarga dikontrol oleh pendiri. Meskipun pengendalian dari pendiri perusahaan memiliki kapasitas yang lebih tinggi untuk tumbuh, perusahaan keluarga yang dikelola oleh keturunan memiliki kemampuan yang lebih tinggi untuk menghasilkan keuntungan karena mereka dapat menuai keuntungan dari saat investasi awal aset dan R & D modal yang sudah dilakukan oleh pendiri.

Berdasarkan pemahaman di atas, perumusan hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2 : Ada perbedaan tingkat profitabilitas sebelum dan sesudah suksesi

2.4.3 Return Saham

Suksesi merupakan harapan yang muncul dari pendiri perusahaan untuk tetap mengandalkan generasinya dalam memimpin perusahaan dan memberikan harapan terhadap kesuksesan dalam suatu bisnis keluarga (Lansberg, 2005, p.43). Harga saham yang rendah tersebut diharapkan dapat meningkatkan keinginan investor untuk membeli saham tersebut. Dalam melakukan investasi dalam saham, seorang investor selalu mengharapkan adanya *return* atau keuntungan. *Return* saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Robert Ang, 2001). Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di pasar modal (saham perusahaan *go public*) biasa diistilahkan dengan *return*. suksesi keluarga umumnya dianggap sebagai berita positif oleh pelaku pasar. Menurut hasil yang didapatkan oleh Marisetty *et al.*, (2008) rata-rata *abnormal return* kumulatif lebih besar setelah adanya suksesi dalam bisnis keluarga.

Berdasarkan pemahaman di atas, perumusan hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3 : Ada perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah suksesi.