

**ANALISIS PERBANDINGAN HUTANG, PROFITABILITAS, DAN RETURN
SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH SUKSESI**

JURNAL



Ditulis Oleh:

Nama : Pelangi Elok Cahyaningsih

Nomor Mahasiswa : 12311137

Jurusan : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2016

ANALISIS PERBANDINGAN HUTANG, PROFITABILITAS, DAN RETURN SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH SUKSESI

Pelangi Elok Cahyaningsih

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia

Email: pelangielokc@gmail.com

Abstrak

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui perbedaan hutang, profitabilitas, dan *return* saham sebelum dan sesudah suksesi pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI. Tingkat hutang perusahaan akan dihitung menggunakan rasio-rasio keuangan, yaitu: *Debt to Total Asset Ratio* (DAR) dan *Debt to Equity Ratio* (DER), profitabilitas dihitung menggunakan *Return On Asset* (ROA) dan *Return On Equity* (ROE).

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI periode 2000-2014. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Jumlah akhir sampel penelitian adalah 24 perusahaan yang sesuai dengan kriteria. Metode analisis yang digunakan adalah Uji Beda *Paired Sample T-Test*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata tingkat hutang sebelum suksesi lebih tinggi dan tidak ada perbedaan yang signifikan untuk tingkat hutang sebelum dan sesudah suksesi. Begitu juga dengan rata-rata profitabilitas yang menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan untuk tingkat hutang sebelum dan sesudah suksesi. Sedangkan *return* saham perusahaan lebih tinggi sesudah perusahaan melakukan suksesi dibanding sebelumnya serta terbukti ada perbedaannya yang signifikan antara sebelum dan sesudah perusahaan keluarga melakukan suksesi.

Kata Kunci : Suksesi, Hutang, Profitabilitas, *Return* Saham, Perusahaan Keluarga.

ABSTRACT

The purpose of this study to determine differences in debt, profitability and stock returns before and after the succession in family companies listed on the Stock Exchange. The level of corporate debt will be calculated using financial ratios, namely: Debt to Total Assets Ratio (DAR) and Debt to Equity Ratio (DER), profitabilitas calculated using Return On Asset (ROA) and Return On Equity (ROE).

The population in this study are all family companies listed on the Stock Exchange from 2000 to 2014 period. Determination of the sample using purposive sampling method. The final amount of the sample is 24 companies that match the criteria. The analytical method used is a different test Paired Sample T-Test.

The results showed that the average level of debt before a succession of higher and there was no significant difference to the level of debt before and after the succession. Likewise with the average profitability showed that there was no significant difference to the level of debt before and after the succession. While higher stock returns after the company's succession than ever before and proved no significant difference between before and after the family firm succession.

Keywords: Succession, Debt, Profitability, Stock Return, Family Firm.

PENDAHULUAN

Perusahaan keluarga menjadi fenomena yang menarik di dalam dunia bisnis. Banyak sekali perusahaan di dunia yang merupakan perusahaan keluarga. Perusahaan-perusahaan keluarga tersebut banyak memberikan kontribusi bagi negara (Halim, 2013). Misalnya, 35% dari kapitalisasi pasar dari 500 perusahaan di Amerika Serikat dimiliki oleh anggota keluarga pendiri (Bertrand dan Schoar, 2006). Sedangkan di Indonesia, 96% atau sebesar 159.000 dari 165.000 perusahaan yang ada merupakan perusahaan keluarga (Pikiran Rakyat, 16 November 2006). Berdasarkan data Biro Pusat Statistik, perusahaan keluarga di Indonesia merupakan perusahaan swasta yang mempunyai kontribusi besar terhadap Produk Domestik Bruto yaitu mencapai 82,44%. (Swara Karya, 28 Juni 2007).

Sukses sangat penting untuk keberlangsungan perusahaan keluarga agar dapat bertahan lama dari generasi ke generasi. Karena sukses 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).

Hasil dari beberapa penelitian menyatakan gagasan bahwa ketika perusahaan keluarga berpindah dari satu generasi ke generasi berikutnya, tujuan mereka ikut berubah yang dapat mengakibatkan stagnasi. Perusahaan keluarga generasi pertama lebih berorientasi bisnis daripada generasi perusahaan selanjutnya, yang lebih berorientasi pada masa kini keluarga, dan perusahaan dengan orientasi bisnis memiliki kapasitas yang lebih untuk tumbuh (Cromie, Stevenson, & Moteith, 1995 dalam Molly V, Eddy L, Marc Deloof, 2010).

Kaye dan Hamilton (2004) menunjukkan bahwa keturunan biasanya memiliki kemauan yang lebih rendah untuk mengambil risiko dibandingkan dengan orang tua mereka. Karena mereka memiliki preferensi kuat untuk pelestarian kekayaan bukan penciptaan kekayaan lanjut, mereka mencoba untuk menghindari struktur modal yang sangat terpengaruh. Berdasarkan uraian di atas, peneliti tertarik untuk mengadakan penelitian yang berjudul: “ANALISIS PERBANDINGAN HUTANG, PROFITABILITAS, DAN *RETURN* SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH SUKSES”.

Rumusan Masalah

Rumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini yaitu :

1. Apakah ada perbedaan tingkat hutang sebelum dan sesudah sukses?
2. Apakah ada perbedaan tingkat profitabilitas sebelum dan sesudah sukses?
3. Apakah ada perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah sukses?

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini, yaitu:

1. Untuk mengetahui perbedaan tingkat hutang sebelum dan sesudah sukses.

2. Untuk mengetahui perbedaan tingkat profitabilitas sebelum dan sesudah suksesi.
3. Untuk mengetahui perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah suksesi.

KAJIAN PUSTAKA

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*). Ward (1987) dalam Brockhous (2004) mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dijalankan dari satu generasi ke generasi berikutnya. Menurut Sten (2006), unsur yang sering digunakan untuk mendefinisikan perusahaan keluarga adalah kepemilikan perusahaan, yakni kepemilikan keluarga di atas 50%.

Suksesi dalam Perusahaan Keluarga

Moore 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.

Kinerja Keuangan

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.

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.

Return Saham

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*) biasadistilahkan dengan *Return*.

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. 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 dan 1b. 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 didukung dan hipotesis 2b tidak didukung. Akhirnya, berkaitan dengan profitabilitas perusahaan, hipotesis 2c dan 2d 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.

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 pengumumansuksesi 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.

Pengembangan Hipotesis

Hipotesis 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. Hal tersebut juga didukung dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Kaye dan Hamilton (2004) dan Molly *et al*, (2010) yang menunjukkan bahwa keturunan biasanya memiliki kemauan yang lebih rendah untuk mengambil risiko dibandingkan dengan orang tua mereka. Berdasarkan pemahaman ini, perumusan hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Ada perbedaan tingkat hutang sebelum dan sesudah suksesi

Hipotesis 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). Menurut hasil yang didapatkan dari McConaughy dan Phillips (1999) perusahaan keluarga yang dikendalikan oleh generasi selanjutnya lebih menguntungkan daripada perusahaan keluarga dikontrol 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

Hipotesis 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*) biasaistilahkan 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 *returns* saham sebelum dan sesudah suksesi.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI periode 2000-2014. Penentuan sampel dengan metode *purposive sampling*, sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan keluarga yang melakukan suksesi pada tahun 2003-2011 dan yang selalu terdaftar di BEI selama periode 2000-2014. Sehingga sampel yang terpilih untuk penelitian sebanyak 24 perusahaan keluarga.

Variabel Dependen

Variabel dependen pada penelitian ini yaitu tingkat hutang, profitabilitas, dan *return* saham perusahaan keluarga. Tingkat hutang perusahaan akan diukur menggunakan *total debt to total asset ratio* dan *debt to equity*. Profitabilitas dihitung menggunakan *Return On Asset (ROA)* dan *Return On Equity (ROE)*. Sedangkan untuk menghitung *return* saham digunakan perhitungan sebagai berikut:

$$1) \text{ Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \text{ (Jogiyanto, 2009: 201)}$$

$$2) \text{ Returnsaham} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \text{ (Brigham dan Houston, 2006: 410)}$$

Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel yang tidak dipengaruhi oleh variabel lain dan sebaliknya mempengaruhi variabel lain. Variabel independen dalam penelitian ini adalah Sifat pengendalian perusahaan (Pengendalian oleh pendiri perusahaan dan pengendalian penerus perusahaan), yang ditentukan dengan melihat *biographical sketches* CEO perusahaan.

HASIL ANALISIS

Analisis Data

Tabel 1 Hasil Statistik Deskriptif Sebelum dan Sesudah Suksesi

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DAR_Sebelum Suksesi	24	1.58	4.66	3.9294	0.67545
DAR_Sesudah Suksesi	24	2.18	4.49	3.9024	0.52180
DER_Sebelum Suksesi	24	1.61	6.73	4.8955	1.19562
DER_Sesudah Suksesi	24	2.30	6.83	4.9344	1.06816

ROA_Sebelum Sukses	24	-0.78	2.44	1.0391	0.85637
ROA_Sesudah Sukses	24	-0.76	2.50	1.1089	0.86768
ROE_Sebelum Sukses	24	-0.03	5.69	2.2795	1.22368
ROE_Sesudah Sukses	24	0.00	3.16	2.0334	.82421
Return Saham_Sebelum Sukses	24	4.13	9.09	6.0206	1.15521
Return Saham_Sesudah Sukses	24	4.79	10.75	6.4645	1.47882

Sumber: Data yang Diolah

Dari hasil analisis deskriptif diatas terlihat bahwa nilai rata-rata DAR sebelum suksesi sebesar 3.9294, nilai maksimumnya 4.66 pada perusahaan PT. Ciputra Development Tbk. dan minimum sebesar 1.58 pada perusahaan PT. Pool Advista Indonesia Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 0.67545 yang artinya variabel sebaran data DAR sebelum suksesi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 0.67545.

Nilai rata-rata DAR sesudah suksesi sebesar 3.9024, nilai maksimumnya 4.49 pada perusahaan PT. Intraco Penta Tbk dan PT. Bank OCBC NISP Tbk . Nilai minimum sebesar 2.18 pada perusahaan PT. Pool Advista Indonesia Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 0.521805 yang artinya variabel sebaran data DAR sesudah suksesi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 0.521805.

Nilai rata-rata DER sebelum suksesi sebesar 4.8955, nilai maksimumnya 6.73 pada perusahaan PT. Duta Pertiwi Tbk. dan minimum sebesar 1.61 pada perusahaan PT. Pool Advista Indonesia Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 1.19562 yang artinya variabel sebaran data DER sebelum suksesi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 1.19562.

Nilai rata-rata DER sesudah suksesi sebesar 4.9344, nilai maksimumnya 6.83 pada perusahaan PT. Intraco Penta Tbk. dan nilai minimum sebesar 2.30 pada perusahaan PT. Pool Advista Indonesia Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 1.06816 yang artinya variabel sebaran data DER sesudah suksesi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 1.06816.

Nilai rata-rata ROA sebelum suksesi sebesar 1.0391, nilai maksimumnya 2.44 pada perusahaan PT. Pool Advista Indonesia Tbk. dan minimum sebesar -0.78 pada perusahaan PT. Lamicitra Nusantara Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 0.85637 yang artinya variabel sebaran data ROA sebelum suksesi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 0.85637.

Nilai rata-rata ROA sesudah suksesi sebesar 1.1089 dengan nilai maksimum 2.50 pada perusahaan PT. Tunas Ridean Tbk. dan nilai minimum sebesar -0.76 pada perusahaan PT. Indorama Synthetic Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 0.86768 yang artinya variabel sebaran data ROA sesudah suksesi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 0.86768.

Nilai rata-rata ROE sebelum sukseksi sebesar 2.2795, nilai maksimumnya 5.69 pada perusahaan PT. Ciputra Development Tbk. dan minimum sebesar -0.03 pada perusahaan PT. Lamicitra Nusantara Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 1.22368 yang artinya variabel sebaran data ROE sebelum sukseksi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 1.22368.

Nilai rata-rata ROE sesudah sukseksi sebesar 2.0334 dengan nilai maksimum 3.16 pada perusahaan PT. Pakuwon Jati Tbk dan nilai minimum sebesar 0.00 pada perusahaan PT. Indorama Synthetic Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 0.82421 yang artinya variabel sebaran data ROE sesudah sukseksi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 0.82421.

Nilai rata-rata *Return Saham* sebelum sukseksi sebesar 6.0206, nilai maksimumnya 9.09 pada perusahaan PT. Gudang Garam Tbk. dan minimum sebesar 4.13 pada perusahaan PT. Modernland Realty Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 1.15521 yang artinya variabel sebaran data *Return Saham* sebelum sukseksi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 1.15521.

Nilai rata-rata *Return Saham* sesudah sukseksi sebesar 6.4645 dengan nilai maksimum 10.75 pada perusahaan PT. Gudang Garam Tbk. dan nilai minimum sebesar 4.79 pada perusahaan PT. Modernland Realty Tbk. Dengan standar deviasi sebesar 1.47882 yang artinya variabel sebaran data *Return Saham* sesudah sukseksi atau penyimpangan titik-titik dari rata-ratanya yaitu sebesar 1.47882.

Uji Normalitas Data

Tabel 2 Uji Normalitas Data (*One Sample Kolmogorov Smirnov*)

	P-Value (Sig)	Keterangan
DAR (Sebelum Sukseksi)	0.056	Data Berdistribusi Normal
DAR (Sesudah Sukseksi)	0.212	Data Berdistribusi Normal
DER (Sebelum Sukseksi)	0.451	Data Berdistribusi Normal
DER (Sesudah Sukseksi)	0.844	Data Berdistribusi Normal
ROA (Sebelum Sukseksi)	0.654	Data Berdistribusi Normal
ROA (Sesudah Sukseksi)	0.991	Data Berdistribusi Normal
ROE (Sebelum Sukseksi)	0.901	Data Berdistribusi Normal
ROE (Sesudah Sukseksi)	0.359	Data Berdistribusi Normal
<i>Return Saham</i> (Sebelum Sukseksi)	0.629	Data Berdistribusi Normal
<i>Return Saham</i> (Sesudah Sukseksi)	0.450	Data Berdistribusi Normal

Sumber: Data Sekunder yang Diolah

Berdasarkan hasil uji normalitas data di atas, terlihat bahwa nilai signifikasinya lebih dari 0.05 sehingga data-data rasio keuangan berdistribusi normal. Hal ini sesuai dengan asumsi awal di dalam pemilihan metode untuk menguji data yang berdistribusi normal, menggunakan uji *Paired Sample T-Test*.

Analisis Perbandingan

Perbandingan *Debt to Total asset Ratio* (DAR)

Tabel 3 Perbandingan DAR

Rasio	Jumlah Sampel	Mean
DAR_Sebelum Suksesi	24	3.9294
DAR_Sesudah Suksesi	24	3.9024

Sumber: Data Sekunder yang Diolah 2016

Berdasarkan tabel di atas, didapatkan data sebagai berikut: rata-rata DAR yang sebelum suksesi adalah 3.93% dan rata-rata DAR sesudah suksesi adalah 3.90%. Sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata DAR sebelum suksesi lebih tinggi dibandingkan rata-rata DAR sesudah suksesi atau tingkat DAR generasi pertama lebih tinggi dibandingkan generasi kedua.

Perbandingan *Debt to Equity ratio* (DER)

Tabel 4 Perbandingan DER

Rasio	Jumlah Sampel	Mean
DER_Sebelum Suksesi	24	4.8955
DER_Sesudah Suksesi	24	4.9344

Sumber: Data Sekunder Yang Diolah 2016

Dari hasil tabel di atas, didapatkan data sebagai berikut: rata-rata DER yang sebelum suksesi adalah 4.895% dan rata-rata DER sesudah suksesi adalah 4.94%. Sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata DER yang berasal dari perusahaan keluarga sebelum melakukan suksesi lebih rendah dibandingkan rata-rata DER perusahaan keluarga sesudah melakukan suksesi atau tingkat DER generasi pertama lebih rendah dibandingkan generasi kedua.

Perbandingan ROA

Tabel 5 Perbandingan ROA

Rasio	Jumlah Sampel	Mean
ROA_Sebelum Suksesi	24	1.0532
ROA_Sesudah Suksesi	24	1.1139

Sumber: Data Sekunder yang Diolah 2016

Dari hasil tabel di atas, didapatkan data sebagai berikut: rata-rata ROA yang sebelum suksesi adalah 1.05% dan rata-rata ROA sesudah suksesi adalah 1.11%. Sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata ROA yang berasal dari perusahaan keluarga sesudah melakukan suksesi lebih tinggi dibandingkan rata-rata ROA perusahaan keluarga sebelum melakukan suksesi atau tingkat ROA generasi kedua lebih tinggi dibandingkan generasi pertama.

Perbandingan ROE

Tabel 6 Perbandingan ROE

Rasio	Jumlah Sampel	Mean
ROE_Sebelum Suksesi	24	2.2959
ROE_Sesudah Suksesi	24	2.0334

Sumber: Data Sekunder yang Diolah 2016

Dari hasil tabel di atas, didapatkan data sebagai berikut: rata-rata ROE yang sebelum suksesi adalah 2.3% dan rata-rata ROE sesudah suksesi adalah 2.03%. Sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata ROE yang berasal dari perusahaan keluarga setelah melakukan suksesi lebih rendah dibandingkan rata-rata ROE perusahaan keluarga sebelum melakukan suksesi atau tingkat ROE generasi kedua lebih rendah dibandingkan generasi pertama.

Perbandingan Return Saham

Tabel 7 Perbandingan Return Saham

	Jumlah Sampel	Mean
Returnsaham_Sebelum Suksesi	24	6.0206
Returnsaham_Sesudah Suksesi	24	6.4645

Sumber: Data Sekunder yang Diolah 2016

Dari hasil tabel di atas, didapatkan data sebagai berikut: rata-rata *return* saham sebelum suksesi adalah 6.02% dan rata-rata *return* saham sesudah suksesi adalah 6.46%. Sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata *return* saham yang berasal dari perusahaan keluarga setelah melakukan suksesi lebih tinggi dibandingkan rata-rata *return* saham perusahaan keluarga sebelum melakukan suksesi atau tingkat *return* saham generasi kedua lebih tinggi dibandingkan generasi pertama.

Hasil Uji Hipotesis

Tabel 8 Hasil Uji Hipotesis

	Sig. (2-tailed)		Ho diterima/ ditolak	Kesimpulan
DAR	0.661	0.05	Ho diterima	Tidak ada perbedaan
DER	0.767	0.05	Ho diterima	Tidak ada perbedaan
ROA	0.735	0.05	Ho diterima	Tidak ada perbedaan
ROE	0.371	0.05	Ho diterima	Tidak ada perbedaan
Return Saham	0.015	0.05	Ho ditolak	Ada perbedaan

Sumber: Data yang diolah 2016

Dari tabel dapat diketahui bahwa tingkat signifikansi DAR sebesar 0.661 yang lebih besar dari $\alpha = 0.05$ ($0.661 > 0.05$), dan DER sebesar 0.767 yang lebih besar dari $\alpha = 0.05$ ($0.661 > 0.05$). Oleh karena itu, H_0 diterima dan H_A ditolak yakni tidak ada

perbedaan rasio DAR dan DER yang signifikan antara sebelum dan sesudah perusahaan keluarga melakukan suksesi. Nilai DAR dan DER sebelum suksesi dan sesudah suksesi yang secara signifikan tidak ada perbedaan ini menyimpulkan bahwa tingkat hutang terhadap asset dan ekuitas adalah tidak berbeda.

Tingkat signifikansi ROA sebesar 0.735 yang lebih kecil dari $\alpha = 0.05$ ($0.735 < 0.05$), dan ROE sebesar 0.371 yang lebih kecil dari $\alpha = 0.05$ ($0.371 < 0.05$). Oleh karena itu, H_0 diterima dan H_A ditolak yakni tidak ada perbedaan rasio ROA dan ROE yang signifikan antara sebelum dan sesudah perusahaan keluarga melakukan suksesi.

Tingkat signifikan *return* saham sebesar 0.015 yang lebih kecil dari $\alpha = 0.05$ ($0.015 < 0.05$). Oleh karena itu, H_0 ditolak dan H_A diterima yakni ada perbedaan *Return* saham yang signifikan antara sebelum dan sesudah perusahaan keluarga melakukan suksesi. Nilai *Return* saham sebelum suksesi dan sesudah suksesi yang secara signifikan ada perbedaan ini menyimpulkan bahwa kinerja perusahaan keluarga (sebelum dan sesudah suksesi) dalam memperoleh keuntungan yang diukur dari harga saham adalah berbeda

PEMBAHASAN

Hutang

Berdasarkan hasil dari data yang diolah, menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_A ditolak yakni tidak ada perbedaan rasio DAR dan DER yang signifikan antara sebelum dan sesudah perusahaan keluarga melakukan suksesi. Nilai DAR dan DER sebelum suksesi dan sesudah suksesi yang secara signifikan tidak ada perbedaan ini menyimpulkan bahwa tingkat hutang terhadap asset dan ekuitas adalah tidak berbeda.

Dari hasil pengujian tersebut, maka dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis (H) 1 yang mempresentasikan ada perbedaan tingkat hutang sebelum dan sesudah suksesi tidak terbukti. Hasil ini konsisten dengan hasil dari penelitian Molly *et al.*, (2010), dimana dampak dari suksesi atau transfer generasi pertama ke generasi kedua negatif dalam mempengaruhi tingkat hutang perusahaan.. Hasil tersebut juga didukung dari pernyataan Le- Breton % Miller (2006) yang menyatakan jika perusahaan keluarga yang dikelola oleh pendiri berhasil, maka bank akan memberikan perusahaan tersebut dengan status debitur yang dapat diandalkan, sehingga generasi selanjutnya akan lebih mudah dalam mendapatkan dana pinjaman dari bank.

Profitabilitas

Berdasarkan hasil dari data yang diolah, menunjukkan bahwa nilai rata-rata ROA sesudah suksesi lebih tinggi dibanding ROA sebelum suksesi dan ROE yang berasal dari perusahaan keluarga sebelum melakukan suksesi lebih tinggi dibandingkan rata-rata ROE perusahaan keluarga sesudah melakukan suksesi.

Dari hasil pengujian hipotesis pada tabel 4.9, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 (H2) yang mempresentasikan ada perbedaan tingkat profitabilitas sebelum dan sesudah suksesi ternyata tidak terbukti. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu dari Molly *et.al* (2010), 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 negatif dalam siklus hidup dari bisnis keluarga.

Return Saham

Berdasarkan hasil data yang diolah, didapatkan nilai rata-rata *return* saham yang berasal dari perusahaan keluarga setelah melakukan suksesi lebih tinggi dibandingkan rata-rata *return* saham perusahaan keluarga sebelum melakukan suksesi atau tingkat *return* saham generasi kedua lebih tinggi dibandingkan generasi pertama.

Dari hasil pengujian hipotesis disimpulkan bahwa hipotesis 3 (H3) yang mempresentasikan tentang *Return* saham generasi kedua lebih tinggi dibanding *Return* saham generasi pertama ternyata terbukti. 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. Dan juga hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Marisetty *et.al.*,(2008), bahwa suksesi keluarga umumnya dianggap sebagai berita positif oleh pelaku pasar dan dalam penelitiannya suksesi menghasilkan rata-rata *abnormal return* kumulatif 6,58% selama periode pengumuman.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan pada bab sebelumnya, adapun kesimpulan penelitian ini adalah :

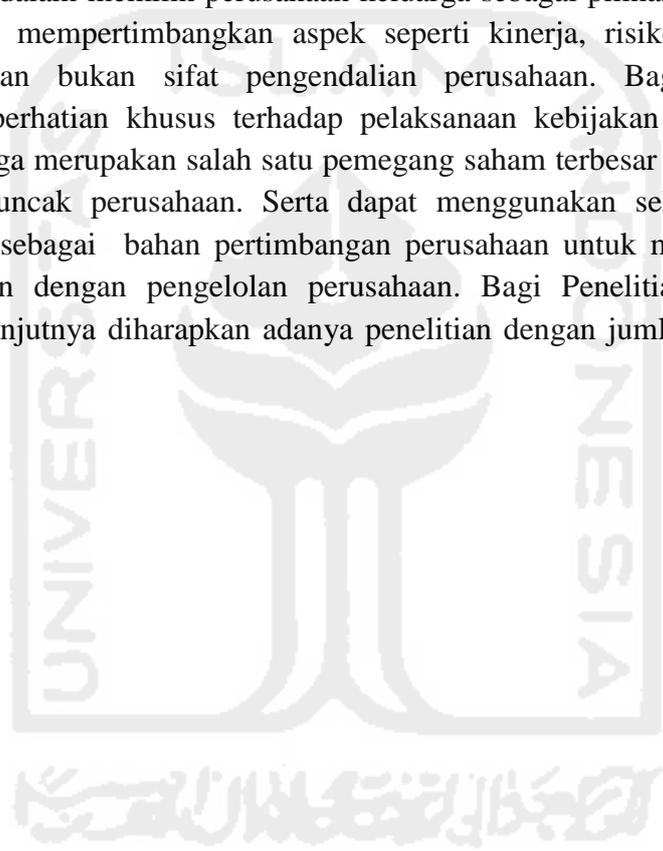
1. Nilai rata-rata DAR lebih tinggi sebelum perusahaan melakukan suksesi dan nilai rata-rata DER lebih tinggi sesudah perusahaan melakukan suksesi. Hutang perusahaan sebelum suksesi yang dikendalikan oleh generasi pertama dengan perusahaan sesudah melakukan suksesi yang dikendalikan oleh generasi kedua terbukti tidak ada perbedaan yang signifikan.
2. Nilai rata-rata ROA yang mampu diperoleh perusahaan keluarga sesudah suksesi ternyata signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan sebelum perusahaan melakukan suksesi, dan nilai rata-rata ROE lebih tinggi sebelum perusahaan melakukan suksesi dibandingkan sesudah suksesi. Tidak ada perbedaan yang signifikan untuk profitabilitas perusahaan sebelum melakukan suksesi yang dikendalikan oleh generasi pertama dengan profitabilitas perusahaan sesudah suksesi yang dikendalikan oleh generasi kedua.
3. *Return* Saham yang mampu diperoleh perusahaan keluarga sesudah suksesi ternyata signifikan lebih tinggi dibandingkan dengan sebelum perusahaan melakukan suksesi, dan ditemukan adanya perbedaan *return* saham perusahaan sebelum melakukan suksesi yang dikendalikan oleh generasi pertama dengan *return* saham perusahaan sesudah suksesi yang dikendalikan oleh generasi kedua.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang diharapkan dapat disempurnakan oleh peneliti selanjutnya. Keterbatasan tersebut ialah jumlah sampel yang terbatas akibat keterbatasan informasi yang diperlukan untuk penelitian dan jangka waktu yang digunakan untuk penelitian ini kurang lama dan tidak melihat kondisi perokonomian yang sedang terjadi, sehingga kurang mencerminkan keadaan yang sebenarnya.

Saran

Berdasarkan uraian diatas, saran yang diajukan peneliti adalah sebagai berikut Bagi Investor dalam memilih perusahaan keluarga sebagai pilihan investasi hendaknya investor lebih mempertimbangkan aspek seperti kinerja, risiko, prospek ke depan perusahaan dan bukan sifat pengendalian perusahaan. Bagi Perusahaan lebih memberikan perhatian khusus terhadap pelaksanaan kebijakan perusahaan terutama apabila keluarga merupakan salah satu pemegang saham terbesar dan menempati posisi manajemen puncak perusahaan. Serta dapat menggunakan seluruh variabel dalam penelitian ini sebagai bahan pertimbangan perusahaan untuk menetapkan keputusan yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan. Bagi Penelitian selanjutnya untuk penelitian selanjutnya diharapkan adanya penelitian dengan jumlah sampel yang lebih banyak.



DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, R. C., Mansi, A. S., & Reeb, D. M. (2003), Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, hal: 263-285.
- Andres, P., E. Vallelado (2008), Corporate Governance in Banking: The Role of The Board of Directors. *Journal of Banking and Finance*, 32.
- Ang, Robert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. F. dan Joel F. Houston (2006), *Fundamentals of Financial Management (diterjemahkan oleh: Ali Akbar Yulianto)*.
- Brännback, M., Carsrud, A. L., Hudd, I., Nordberg, L., & Renko, M. (2006). Perceived success factors in start up and growth strategies: A comparative study of entrepreneurs, managers, and students. *Journal of Applied Psychology*.
- Connolly, Graham and Christopher Jay (1996), *The Private World of Family Business*. Melbourne: FT Pitman Publishing.
- Craig, Justin B.L. (2003), *An Investigation and Behavioural Explanation of Family Business Functioning*. A Dissertation submitted to the School of Health Sciences for the Degree of Doctor of Philosophy. Gold Coast: Bond University.
- Cromie, S., Stevenson, B., & Monteith, D. (1995), The management of family firms: An empirical investigation. *International Small Business Journal*, 13(4), hal: 11-34.
- Davis, P. S., & Harveston, P. D. (1998), The influence of the family on the family business succession process: A multi-generational perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22 (3), hal: 31-53.
- Davis, P. S., & Harveston, P. D. (1999), In the founder's shadow: Conflict in the family firm. *Family Business Review*, 12, hal: 311-323.
- Delcours, N. V., & Hunsader, K. (2006), Value creation of cash mergers. Empirical investigation. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(2), hal: 46-61.
- De Vries, D. K., & Manfred, F. R. (1993), Leaders, fools and imposters. *Essays on the Psychology of Leadership*.
- Diwisch, D. S., Voithofer, P., & Weiss, C. R. (2009), Succession and firm growth: Results from a non-parametric matching approach. *Small Business Economics*, 32, hal: 45-56.

- Dunneman, M., & Barrett, R. (2004), Family business and succession planning: *A Review of the Literature. FBSP-FSBRU. Monash University. Sponsored by the Linchpin Group of Australia.*
- Fama, E.F., K.R. French. (1998), Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *The Journal of Finance* LIII (3), hal: 819-843.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002), Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15 (1), hal: 1-33.
- Fernández, Z., & Nieto, M. J. (2005), Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: Some influential factors. *Family Business Review*, 18, hal: 77-89.
- Grillner, S. (2006), Biological pattern generation: the cellular and computational logic of networks in motion. *Neuron*, 52(5), hal: 751-766.
- Jakarta Consulting Group.(2014), Suksesi dalam perusahaan keluarga, Retrieved April 15, 2014, from <http://www.jakartaconsulting.com/publications/articles/family-business/suksesi-dalamperusahaan-keluarga>.
- Jogiyanto (2010), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketujuh. Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.
- Kartika, Andi. (2009), Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di BEI. *Jurnal keuangan dan Perbankan*. Vol.1, No.2, Agustus 2009. hal: 105-122.
- Kaye, K., & Hamilton, S. (2004), Roles of trust in consulting to financial families. *Family Business Review*, 17, hal: 151-163.
- Kovaleswani, Sonya. (2013), *Perbandingan Kinerja dan Struktur Keuangan Pada Perusahaan Keluarga dan Non Keluarga di Indonesia*. Skripsi Sarjana (tidak dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Lansberg. (2005), Suksesi menggapai impian dalam bisnis keluarga. Semarang: Dahara Prize. Reid, R., Dunn, B., Cromie, S., & Adams, J. (1999). Family Orientation in family firms: A model and some empirical evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 6 (1), hal: 55-66.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006), Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), hal: 731-746.
- McConaughy, D.L., & Phillips, G.M. (1999), Founders versus descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public founding-family-controlled firms. *Family Business Review*, 12, hal: 123-131.

- Marisetty, V, K Ramachandran dan Rachna Jha (2008), *Wealth Effects of Family Succession: A Case of Indian Family Business Groups*, diperoleh pada tanggal 28 januari 2016 di: https://www.researchgate.net/publication/242096065_Wealth_Effects_of_Family_Succession_A_Case_of_Indian_Family_Business_Groups.
- Martin,W.L.,&Lumpkin,G.T.(2004), *Fromentrepreneur- ial orientation to family orientation: Generational differ- ences in the management of family businesses. Frontiers ofentrepreneurshipresearch*.Wellesley,MA:Babson College.
- Mishra, C. S., Randøy, T., & Jenssen, J. I. (2001), The effect of founding family influence on firm value and corporate governance. *Journal of International Financial Managementand Accounting*, 12 (3), hal: 235-259.
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010), Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*,23(2), hal: 131-147.
- Moore, Ken and Mary Barrett.(2002), *Learning Family Business, Paradoxes and Pathways*. Aldeshot, Hampshire: Ashgate Publishing Limited.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003), Agency problems in large family business groups.*Entrepreneurship Theory andPractice*, 27 (4), hal: 367-382.
- Munawir, S. (2002), Akuntansi Keuangan dan Manajemen. *Edisi Revisi. Penerbit BPFE. Yogyakarta*.
- Perez-Gonzalez, F. (2006), Inherited control and firm performance. *AmericanEconomic Review*, 96 (5), hal: 1559-1588.
- Riyanto, Y. (2001), Metodologi Penelitian Pendidikan. Surabaya: Sic.
- Rodoni, Ahmad dan Herni Ali.(2010), Manajemen Keuangan. Jakarta: MitraWacana Media.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003),Exploring the agency consequences of ownership dispersionamongthedirectorsofprivatefamilyfirms.*AcademyOf Management Journal*, 46, hal: 179-194.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2000), Structuring family business succession: An Analysis of the future leader's decision making. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24 (4), hal: 25-40.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007), Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*,

5(4), hal: 709-751.

Susanto, AB. (2005), *World class family business: membangun perusahaan keluarga berkelas dunia*. Jakarta: PT. Mizan Pustaka.

Sutrisno (2012), *Manajemen Keuangan*, Edisi pertama, Yogyakarta: Ekonosia.

Tarmizi, A. (2009), "The Iniquitous Influence of Family Ownership Structures On Corporate Performance," *Journal of Global Business Issues* 3(1), hal: 4149.

Tjager, I.N., F.A. Alijoyo, H.R. Djemat, dan B. Soembodo. (2003), *Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia*. Serial Mastering Good Corporate Governance. Jakarta: Prenhanllindo.

Tracey, Denis. (2001), *Family Business – Stories from Australian family business and the people who operate them, the volatile mix of love, power and money*, Melbourne: Information Australia.

Uhlaner, L. M. (2005), The Use of the Guttman Scale in Development of a Family Orientation Index for Small-to-Medium-Sized Firms. *Family Business Review*, 18(1), hal: 41-56.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006), How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, hal: 385-417.

Wahjono, S. I. (2009), Suksesi dalam perusahaan keluarga. *Jurnal balance*, 3(1).

Ward, J. L. (1997a), Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10, hal: 323-337.

Weston, F., & Copeland, T. E. (1995), *Manajemen Keuangan*, Jilid 1 dan 2, Alih Bahasa: A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta.

Widyaningrum, Y., & PEMBIMBING, H. P. (2010), *Analisis perbandingan kinerja, struktur modal, dan nilai perusahaan yang dikendalikan keluarga pendiri dan perusahaan yang tidak dikendalikan keluarga pendiri*. Skripsi Sarjana, Surakarta: Fakultas Ekonomi UNS.

Zahra, S. A. (2005), Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family Business Review*, 18, hal: 23-40.