

PENGARUH *AGENCY COST* TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN KELUARGA MENGUNAKAN TOBIN'S Q & ALTMAN Z-SCORE

Sahala Manalu

Email : sahalamanalu@machung.ac.id

Sheren Natalia

Email : sherennatalia@yahoo.com

Abstract : this research aims to test the effect of agency cost toward financial performance in family business measured by Tobin's Q and Altman Z-Score with proxied by insider ownership, dispersion ownership, institutional ownership. This research was conducted at family business firms listed in Indonesian Stock Exchange from 2010-2014. In this research, multiple linear regression analysis were used. The result show the agency cost (insider ownership, dispersion ownership, institutional ownership) simultaneously have a significant effect toward Tobin's Q, insider ownership and institutional ownership are not significant toward Tobin's Q, dispersion ownership has a significant effect toward Tobin's Q, agency cost (insider ownership, dispersion ownership, institutional ownership) simultaneously and partial are not significant toward Altman Z-Score.

Keywords: agency cost, Altman Z-Score, dispersion ownership, insider ownership, institutional ownership, family business, Tobin's Q.

PENDAHULUAN

Pengelolaan perusahaan meliputi banyak aspek, pengelolaan tersebut bertujuan untuk memperoleh kinerja perusahaan yang baik. Salah satu kinerja perusahaan dapat dilihat dari sisi keuangan. Penilaian kinerja perusahaan sangat berguna bagi banyak pihak, baik bagi perusahaan sendiri, investor, pemerintah, dan pihak-pihak lain yang berkepentingan. Kinerja perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memberikan laba atas kepemilikan perusahaan berupa aset, modal maupun hutang, (Fachrudin, 2011). Di dalam perusahaan sendiri tidak lepas dari adanya permasalahan baik dari segi operasional, keuangan, pemasaran, dan lain-lain. *Agency Conflict* atau konflik keagenan merupakan salah satu permasalahan yang timbul. Menurut konflik keagenan muncul karena manajer cenderung mengambil keputusan yang bertujuan untuk menguntungkan posisinya,

Sahala Manalu, adalah Dosen Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas MaChung

Sheren Natalia, adalah Alumni Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Ma Chung

sedangkan hal tersebut berbeda dengan tujuan dari pemegang saham (Fachrudin, 2011). Konflik keagenan menimbulkan biaya keagenan atau *agency cost*, yaitu memberikan insentif kepada manajer dan juga biaya pengawasan agar manajer melaksanakan fungsinya sejalan dengan tujuan pemegang saham.

Jarangnya penelitian mengenai *agency cost* terhadap kinerja keuangan dengan objek *family business* yang terdaftar di BEI dengan metode Tobin's Q dan Altman Z-score menjadi salah satu hal yang mendasari dalam penelitian ini. Dengan Tobin's Q dan Altman Z-score akan diperoleh hasil manakah perusahaan yang berpeluang besar untuk mendapatkan investasi karena kinerjanya yang baik dan manakah perusahaan yang mengarah kepada kebangkrutan. Menurut teori *agency cost* pada perusahaan keluarga tidak seharusnya terjadi karena pemegang saham juga termasuk pengelola dari kegiatan perusahaan, tetapi penelitian menurut Morck & Yeung (2003) menyatakan bahwa *agency problem* tetapi bisa terjadi pada perusahaan keluarga. Selain itu penelitian ini juga diharapkan dapat membuktikan bahwa apakah metode pengukuran Tobin's Q dan Altman Z-Score memberikan hasil yang searah sesuai dengan teori.

Penelitian-penelitian sebelumnya lebih banyak memilih perusahaan non-keluarga, tetapi pada penelitian ini penulis ingin menjadikan perusahaan keluarga sebagai objeknya. Menurut Susanto (2012) perusahaan keluarga di seluruh dunia mampu menyumbang sekitar 70%-90% produk domestik bruto setiap tahunnya. Yang menjadi sangat penting dari besarnya sumbangan GDP dari perusahaan keluarga adalah apabila perusahaan-perusahaan keluarga tersebut memiliki kinerja yang buruk, bukan hanya berdampak pada keluarga pemilik saja melainkan juga memberi dampak pada perekonomian dunia. Untuk pertama kalinya Price Waterhouse Cooper (PwC), menurut Supriadi (2014) melakukan survei tentang bisnis keluarga di Indonesia yang menyebutkan bahwa 95% perusahaan di Indonesia adalah bisnis keluarga.

Tobin's Q dan Altman Z-Score merupakan salah satu metode untuk mengukur kinerja keuangan. Menurut Wolfe dan Sauia dalam (Sudiyatno & Puspitasari, 2010) Tobin's Q sebagai salah satu alat untuk mengukur kinerja perusahaan dari perspektif investasi. Berbeda dengan Tobin's Q, Altman Z-score mengukur kinerja perusahaan yang berdampak pada potensi kebangkrutan atau potensi ketidakbangkrutan perusahaan (Sudiyatno & Puspitasari, 2010). Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara simultan dan parsial pengaruh *agency cost* terhadap kinerja perusahaan keluarga yang diukur dengan Tobin's Q, juga menguji menguji secara simultan dan parsial pengaruh *agency cost* terhadap kinerja perusahaan keluarga yang diukur dengan Altman Z-Score, dan melihat arah perhitungan Tobin's Q dan Altman Z-Score.

TINJAUAN PUSTAKA

Agency Cost

Menurut Ahmad & Septriani (2008) perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajer inilah yang menyebabkan timbulnya konflik agensi. Konflik ini dapat diminimalisir dengan membuat suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan dari pihak-pihak yang terkait tersebut.

Mekanisme pengawasan tersebut menimbulkan biaya yang harus ditanggung perusahaan, dan biaya inilah yang menyebabkan timbulnya *agency cost*. *Agency cost* yang muncul dalam penelitian ini adalah *insider ownership*, *dispersion ownership*, dan *institutional ownership*. Ketiga variabel tersebut merupakan struktur kepemilikan dalam perusahaan berdasarkan besarnya jumlah saham.

Menurut Waruwu & Amin, (2014) fungsi dari *insider ownership* adalah sebagai alat pengawasan bagi manajer. Biaya yang muncul dari *insider ownership* berasal dari alokasi biaya kekayaan untuk perusahaan. Manajer juga cenderung untuk menggunakan utang dalam jumlah besar. Tujuannya adalah untuk kepentingan pribadi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Tindakan tersebut memungkinkan adanya resiko kebangkrutan, karena beban bunga dari pinjaman yang tinggi sehingga *agency cost* dari utang yang juga akan meningkat.

Menurut Djumahir (2009) dan *dispersion of ownership* adalah jumlah penyebaran kepemilikan dari seluruh saham yang dimiliki perusahaan. Sedangkan menurut Khaled Alsaeed, (2006) *dispersion ownership* merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh investor secara individu di luar manajemen selain pemerintah dan lembaga-lembaga asing juga antara keluarga.

Menurut Waruwu & Amin, (2014) *institutional ownership* diperkirakan memiliki orientasi jangka panjang untuk investasi, karena *institutional ownership* bertindak sebagai pemantau perusahaan. Sedangkan menurut Wahidahwati, (2002) mengatakan bahwa *institutional ownership* adalah persentase saham yang dimiliki oleh badan atau institusi di luar perusahaan pada akhir tahun.

Perusahaan Keluarga

Menurut Ward dan Handy dalam (Catherine M. Daily & Marc J. Dollinger, 1993) pengklasifikasian bisnis keluarga terbagi ke dalam 2 metode yaitu kualitatif dan kuantitatif. Dalam penelitian ini, pengklasifikasian bisnis keluarga menggunakan metode kualitatif. 3 langkah pertanyaan pengklasifikasian bisnis keluarga dan non keluarga menurut Ward & Handy dalam (Catherine M. Daily & Marc J. Dollinger, 1993) dengan kriteria pertanyaan sebagai berikut :

- a. Apakah manajer puncak juga menjadi pemilik dalam bisnis tersebut? (apabila jawabannya “Ya” maka termasuk dalam bisnis keluarga yang dikelola sendiri; apabila jawabannya “Tidak” maka berlanjut ke pertanyaan nomor 2)
- b. Apakah manajer lainnya memiliki hubungan keluarga dengan pemilik ? (apabila jawabannya “Ya” maka perusahaan termasuk perusahaan keluarga yang dikelola secara profesional; apabila jawabannya tidak maka dilanjutkan ke pertanyaan ke 3)
- c. Apakah tidak ada manajer dalam perusahaan ? (apabila jawabannya “Ya” maka jenis perusahaan keluarga ini adalah perusahaan yang dijalankan dan dikontrol langsung oleh pemilik)

Selain itu pengklasifikasian bisnis keluarga menurut Macheck, Kolouchová, & Hnilica, (2015) dapat dilakukan dengan cara melihat dari nama belakang yang merupakan nama keluarga.

Tobin's Q

Tobin's Q merupakan alat ukur yang tidak asing lagi dan dianggap lebih akurat untuk mengukur nilai perusahaan yang sesungguhnya Kusumajaya, (2011). Menurut Sudiyatno & Puspitasari, (2010) Tobin Q merupakan indikator untuk mengukur kinerja perusahaan yang berhubungan dengan nilai perusahaan.

Altman Z-Score

Altman Z-score mengukur kinerja perusahaan yang berdampak pada potensi kebangkrutan atau potensi ketidakbangkrutan perusahaan, (Altman dalam Sudiyatno & Puspitasari, 2010). Pada awalnya Altman menggunakan 22 rasio yang relevan untuk memprediksi kebangkrutan. Setelah beberapa waktu Altman menghilangkan rasio-rasio yang memiliki hubungan yang kecil dengan kebangkrutan, sehingga model Altman Z-Score sekarang ini menjadi lima unsur rasio.

Penelitian Haryanti, (2012) menemukan bahwa *agency cost* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesisnya adalah:

H_{a1} : *agency cost (insider ownership, dispersion ownership, institutional ownership)* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q.

Menurut Haryanti, (2012) secara parsial *insider ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang terbentuk adalah :

$H_{a1.1}$: *insider ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Tobin's Q.

Menurut Rahmawati, (2006) teori *dispersion ownership* mengatakan bahwa *dispersion ownership* yang menyebar akan menambah *agency cost*, dengan kata lain *dispersion ownership* yang tinggi akan menurunkan kinerja keuangan, sehingga hipotesisnya adalah :

$H_{a1.2}$: *dispersion ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Tobin's Q.

Menurut Sujoko & Subiantoro, (2007) menemukan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, hipotesis yang terbentuk adalah sebagai berikut:

$H_{a1.3}$: *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Tobin's Q.

Menurut Fadhilah & Syafruddin, (2013) mengatakan bahwa *agency cost* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial distress*, yang berarti apabila *agency cost* naik maka juga akan meningkatkan *financial distress*. Pada metode Altman Z-Score, potensi kebangkrutan ditunjukkan dengan nilai *cut-off* yaitu lebih kecil dari 1,8, sehingga hipotesis yang terbentuk adalah,

H_{a2} : *agency cost (insider ownership, dispersion ownership, institutional ownership)* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Altman Z-Score.

Penelitian Fadhilah & Syafruddin, (2013) menemukan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial distress*, sehingga hipotesisnya adalah :

$H_{a2.1}$: *insider ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Altman Z-Score.

Menurut teori *dispersion ownership* Rahmawati, (2006) mengatakan *dispersion ownership* yang menyebar akan meningkatkan *agency cost*, dengan kata lain *dispersion ownership* yang tinggi akan menurunkan kinerja keuangan, sehingga hipotesisnya adalah :

H_{a2.2} : *dispersion ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Altman Z-Score

Menurut teori *institutional ownership* yang dikemukakan oleh Irwanto (2013) dan Bathala *et al* dalam Fauzan (2002), mengatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka manajemen akan tinggi pula tingkat pengawasan, hal inilah yang membuat manajemen bekerja dengan maksimal. Oleh karena itu, hipotesisnya adalah :

H_{a2.3} : *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Altman Z-Score.

Menurut penelitian Chung dan Pruit (1994) pengukuran Tobin's Q memiliki hasil yaitu apabila nilai $qs > 1$ maka perusahaan memiliki peluang investasi yang baik. Pada jurnal pertama, penelitian Altman (1968) menggunakan *cut-off* yaitu pada angka 2,675. Tetapi pada penelitian ini mengikuti *cut-off* dari penelitian Sudyatno & Puspitasari (2010), karena model pengukuran Altman terus berkembang dan dalam penelitian (Sudyatno & Puspitasari, 2010) telah disesuaikan dengan kondisi perekonomian pada sektor industri manufaktur, sehingga pengukuran Altman Z-Score menurut memiliki hasil yaitu apabila nilai Z-Score $> 1,8$ maka perusahaan dalam keadaan sehat.

Dari teori di atas penulis menyusun H_{a3} sebagai berikut :

H₃ : Hasil perhitungan Tobin's Q searah dengan Altman Z-Score.

METODE

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan variabel independen yaitu *insider ownership*, *dispersion ownership*, dan *institutional ownership*, sedangkan variabel dependen adalah Tobin's Q dan Altman Z-Score. Penelitian ini menggunakan regresi linier berganda. Data dalam penelitian ini adalah perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menerbitkan dan mempublikasikan laporan tahunan periode 2010-2014.
2. Memiliki informasi lengkap mengenai nama dari pemegang saham, komisaris, direksi, dan manajer (jika ada).
3. Tergolong dalam perusahaan keluarga menurut (Machek et al., 2015), yang mengidentifikasi perusahaan keluarga dengan cara lihat dari nama keluarga yang sama dari manajer puncak.
4. Tergolong dalam perusahaan keluarga yang mengacu pada 3 langkah pertanyaan pengklasifikasian bisnis keluarga dan non keluarga menurut Ward & Handy dalam (Catherine M. Daily & Marc J. Dollinger, 1993) dengan kriteria pertanyaan sebagai berikut :

- a. Apakah manajer puncak juga menjadi pemilik dalam bisnis tersebut? (apabila jawabannya “Ya” maka termasuk dalam bisnis keluarga yang dikelola sendiri; apabila jawabannya “Tidak” maka berlanjut ke pertanyaan nomor 2)
- b. Apakah manajer lainnya memiliki hubungan keluarga dengan pemilik? (apabila jawabannya “Ya” maka perusahaan termasuk perusahaan keluarga yang dikelola secara profesional; apabila jawabannya tidak maka dilanjutkan ke pertanyaan ke 3)
- c. Apakah tidak ada manajer dalam perusahaan? (apabila jawabannya “Ya” maka jenis perusahaan keluarga ini adalah perusahaan yang dijalankan dan dikontrol langsung oleh pemilik)

Insider Ownership:

$$\frac{\text{Total shares held by the commissioners and dire}}{\text{Total shares outstanding}} \times 100\%$$

Dispersion Ownership:

$$\frac{\text{Jumlah saham dimiliki investor individu}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Institutional Ownership:

$$\frac{\text{Total shares owned by institutional investor}}{\text{Total shares outstanding}} \times 100\%$$

Tobin's Q

$$Q = \frac{MVS + D}{TA}$$

Keterangan :

MVS = *Market value of all outstanding shares*

D = *Debt*

TA = *Firm's asset's*

Debt merupakan besarnya nilai pasar hutang yang dihitung sebagai berikut :

$$D = (AVCL - AVCA) + AVLTD$$

Keterangan :

AVCL = *Accounting value of the firms's current liabilities*

= *Short Term Debt + Taxes Payable*

AVLTD = *Accounting value of the firm's long term debt*

= *Long term debt*

AVCA = *Accounting value of the firm's current assets.*

= *Cash + Account Receivable + Inventories.*

Tabel 1 Kriteria Nilai Q

No	Kriteria	Keterangan
1.	Tobin's q < 1	Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi <i>undervalued</i> . Manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan. Potensi pertumbuhan investasi rendah.
2.	Tobin's q = 1	Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi <i>average</i> . Manajemen tidak ada perkembangan dalam mengelola aktiva. Potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang.
3.	Tobin's q > 1	Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi <i>overvalued</i> . Manajemen berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan. Potensi pertumbuhan investasi tinggi.

Altman Z-Score

Altman Z-score mengukur kinerja perusahaan yang berdampak pada potensi kebangkrutan atau potensi ketidakbangkrutan perusahaan (Altman dalam Sudiyatno & Puspitasari 2010) Pada awalnya Altman menggunakan 22 rasio yang relevan untuk memprediksi kebangkrutan. Setelah beberapa waktu Altman menghilangkan rasio-rasio yang memiliki hubungan yang kecil dengan kebangkrutan, sehingga model Altman Z-Score sekarang ini menjadi lima unsur rasio. Berikut merupakan model dari persamaan dari Altman Z-score:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Keterangan :

Z = Overall index of corporate health.

X_1 = Working capital divided by total assets.

X_2 = Retained earnings divided by total assets.

X_3 = Earnings before interest and taxes divided by total assets.

X_4 = Market value of equity divided by book value of total debt (In nonpublic organization, substitute the book value of preferred and common equity)

X_5 = Total revenue divided by total assets.

Cut off line pada metode Altman Z-Score yaitu sebesar 1,8.

Menurut Ramadhani & Lukviarman (2009) terdapat 3 kategori penggolongan potensi kebangkrutan suatu perusahaan menurut metode Altman Z-Score , yaitu:

No	Kriteria	Keterangan
1.	$Z < 1,8$	perusahaan yang berpotensi bangkrut
2.	$1,8 < Z < 2,99$	perusahaan termasuk dalam <i>grey area</i> , dimana tidak dapat ditentukan apakah perusahaan tersebut berpotensi bangkrut atau tidak
3.	$Z > 2,99$	perusahaan tidak berpotensi bangkrut

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan metode regresi linier berganda. Setelah melakukan uji SPSS didapati hasil sebagai berikut :

Tabel 1. Hasil Regresi Linier Berganda Y1

No	Variabel	F	Sig.	t	Sig.
1	Agency Cost	4.315	.016	-	-
2	Insider Ownership	-	-	.922	.367
3	Dispersion Ownership	-	-	-2.632	.016
4	Institutional Ownership	-	-	.516	.611

Tabel 1 di atas diketahui *agency cost* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q. Secara parsial dari ketiga variabel yang signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q adalah variabel *dispersion ownership*.

Tabel 2. Hasil Regresi Linier Berganda Y2

No	Variabel	F	Sig.	t	Sig.
1	Agency Cost	1.042	.395	-	-
2	Insider Ownership	-	-	1.581	.129
3	Dispersion Ownership	-	-	1.429	.168
4	Institutional Ownership	-	-	1.520	.143

Tabel 2 di atas diketahui *agency cost* secara simultan dan parsial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Altman Z-Score.

Tabel 3. Hasil Perhitungan Rata-Rata Tobin's Q dan Altman Z-Score

No	Nama Perusahaan	Tahun	Q	Keterangan	Z	Keterangan
1.	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	2010-2014	2,18	Sesuai	6,54	Sesuai
2.	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	2010-2014	0,75	Tidak sesuai	2,36	Grey-zone
3.	PT Mayora Indah Tbk	2010-2014	2,16	Sesuai	5,25	Sesuai
4.	PT Prasadha Aneka Niaga	2010-2014	0,32	Tidak sesuai	2,85	Grey-zone
5.	PT Siantar Top	2010-2014	1,15	Sesuai	3,61	Sesuai
6.	PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk	2010-2014	1,65	Sesuai	5,54	Sesuai
7.	PT Gudang Garam Tbk	2010-2014	1,83	Sesuai	5,56	Sesuai
8.	PT Langgeng Makmur Industri Tbk	2010-2014	0,28	Tidak sesuai	1,93	Grey-zone
Hasil Rata-Rata Seluruh Perusahaan			1,29	Sesuai	4,2	Sesuai

Keterangan :

- a. Sesuai : melewati nilai *cut-off* atau berada di atas nilai *cut-off* dari masing-masing metode yaitu pada model Tobin's Q dan Altman Z-Score.
- b. Tidak Sesuai : tidak melewati nilai *cut-off* atau berada di bawah nilai *cut-off* dari masing-masing metode yaitu pada model Tobin's Q dan Altman Z-Score.
- c. *Grey-Zone* : kriteria ini berlaku untuk perhitungan Altman Z-Score dimana kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak bisa ditentukan apakah berpotensi untuk mengalami kebangkrutan atau tidak.

Pengaruh *agency cost* (*insider ownership*, *dispersion of ownership*, *institutional ownership*) secara simultan dan parsial terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Tobin's Q.

Agency cost yang diproksikan melalui *insider ownership*, *dispersion of ownership*, *institutional ownership* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Hasilnya dinyatakan signifikan, sehingga H_{a1} diterima dan H_{01} ditolak. Hal ini sejalan dengan penelitian Haryanti (2012) yang mengatakan bahwa secara simultan *agency cost* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *insider ownership* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Tobin's Q.

Dilihat dari Tabel 1, variabel *insider ownership* tidak signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Haryanti (2012) yang mengatakan bahwa *agency cost* dengan proksi *insider ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Bila dikaitkan dengan teori *insider ownership*, menurut Dempsey & Laber (1992) hasil dari penelitian ini sejalan atau sesuai karena, menurut teori, semakin banyak *insider ownership* maka dapat mengurangi *agency cost*, dengan berkurangnya *agency cost* maka kemungkinan besar nilai perusahaan akan meningkat karena biaya yang mengecil akan meningkatkan laba dan akan menguntungkan bagi investor. Tobin's Q merupakan metode yang digunakan untuk menilai kinerja dari sisi potensi investasi, dan laba yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh investor. Hal ini sejalan dengan penelitian Sujoko & Subiantoro (2007) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa $H_{a1.1}$ ditolak dan $H_{01.1}$ diterima karena secara parsial *insider ownership* tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan melalui Tobin's Q.

Pengaruh *dispersion of ownership* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Tobin's Q.

Secara parsial *dispersion ownership* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q. Dinyatakan bahwa $H_{a1.2}$ diterima dan $H_{01.2}$ ditolak. Hal ini sejalan dengan teori *dispersion ownership* menurut Fama & Jensen (1983) yang mengatakan bahwa semakin tinggi angka *dispersion*

ownership maka akan semakin meningkatkan *agency cost*. Hal ini terjadi karena penyebaran saham yang terlalu luas akan menyulitkan untuk melakukan *monitoring* terhadap perusahaan, sehingga adanya kemungkinan terjadinya *asymmetric information* akan lebih besar. Pengaruh negatif antara *dispersion ownership* dengan kinerja keuangan melalui Tobin's Q menunjukkan bahwa apabila *dispersion ownership* meningkat maka akan menurunkan kinerja keuangan melalui Tobin's Q.

Pengaruh *institutional ownership* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Tobin's Q.

Institutional ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q. Maka pada penelitian ini $H_{a1.3}$ ditolak dan $H_{01.3}$ diterima. Hasil dari penelitian ini sejalan dengan teori menurut Ahmad & Septriani (2008) yang mengatakan bahwa *institutional ownership* merupakan salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* karena dengan semakin banyak kepemilikan saham oleh institusi di luar perusahaan maka akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal bagi manajemen. Apabila *institutional ownership* meningkat maka juga akan meningkatkan kinerja perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q.

Pengaruh *agency cost (insider ownership, dispersion of ownership, institutional ownership)* secara simultan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Altman Z-Score.

Dari Tabel 2 menunjukkan bahwa dari hasil uji simultan, *agency cost* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Altman Z-Score. Angka sig. pada uji F adalah 0,395 yang berarti $> 0,05$. Melihat hasil tersebut, maka secara simultan H_{a2} ditolak dan H_{02} diterima. Hal ini sejalan dengan penelitian (Agustina, Rifa, & Meihendri, 2015) yang melihat pengaruh *agency cost* terhadap *financial distress*, dengan hasil *agency cost* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *financial distress*. *Financial distress* merupakan keadaan penurunan keuangan perusahaan yang terjadi sebelum kebangkrutan atau likuidasi. Definisi tersebut diketahui bahwa *financial distress* dan Altman Z-Score sama-sama membahas tentang potensi kebangkrutan suatu perusahaan.

Pengaruh *insider ownership* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Altman Z-Score.

Secara parsial variabel *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Altman Z-Score. Hasil ini sejalan dengan penelitian Sastriana & Fuad (2013) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial distress*. Dengan demikian hasil ini menolak $H_{a2.1}$ dan $H_{02.1}$ diterima. Menurut Xiaolan dan Zongjun dalam (Ayuningtias, 2013) mengatakan bahwa *insider ownership* digunakan sebagai simbol saja yang kemudian dapat menarik perhatian investor. Pada umumnya investor lebih tertarik dengan perusahaan yang memiliki *insider*

ownership karena dengan adanya *insider ownership* akan meningkatkan nilai dari perusahaan karena adanya pengelola perusahaan yang ikut memiliki perusahaan tersebut.

Pengaruh *dispersion of ownership* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Altman Z-Score.

Secara parsial *dispersion ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Altman Z-Score. Hasil penelitian ini menolak $H_{a2.2}$ dan menerima $H_{02.2}$. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori tentang *dispersion ownership* yang dikemukakan oleh Fama & Jensen (1983) yang mengatakan bahwa apabila *dispersion ownership* meningkat, maka akan meningkatkan juga *agency cost*. Apabila *agency cost* meningkat maka akan banyak menimbulkan biaya yang harus dikeluarkan perusahaan, sehingga dapat menimbulkan potensi kebangkrutan.

Pengaruh *institutional ownership* terhadap kinerja keuangan pada perusahaan keluarga sektor industri barang konsumsi di BEI diukur dengan Altman Z-Score.

Institutional ownership secara parsial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur melalui Altman Z-Score. Hasil ini sejalan dengan penelitian Wardhani (2007) yang mengatakan bahwa *institutional ownership* yang ada dalam perusahaan tidak merubah kemungkinan untuk suatu perusahaan mengalami tekanan keuangan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hasil ini menolak $H_{a2.3}$ dan menerima $H_{02.3}$.

Perbandingan Hasil Perhitungan Tobin's Q dan Altman Z-Score

Bila dilihat pada Tabel 3. bahwa nilai Q adalah 1,29 dan nilai Z adalah 4,2. Nilai $Q > 1$ dapat dikatakan bahwa secara keseluruhan perusahaan keluarga yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini memiliki potensi investasi yang baik. Nilai $Z > 2,99$ dapat dikatakan bahwa secara keseluruhan perusahaan keluarga yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini tidak berpotensi untuk mengalami kebangkrutan. Sehingga dalam penelitian ini H_{a3} diterima dan H_{03} ditolak.

SIMPULAN DAN SARAN

Agency cost secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q, *dispersion ownership* juga berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q, dan juga hasil perhitungan Tobin's Q searah dengan Altman Z-Score. *Institutional ownership* dan *dispersion ownership* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan Tobin's Q. *Agency cost* secara simultan dan parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan

Altman Z-Score. Perusahaan keluarga dalam penelitian ini dapat mempertahankan dan juga meningkatkan kinerja perusahaannya. Bagi calon investor dapat lebih teliti melihat perilaku baik dari pemegang saham maupun manajer puncak yang akan berdampak pada kinerja keuangan. Keterbatasan pada penelitian ini adalah belum terdapat data resmi mengenai perusahaan keluarga dan non keluarga, sehingga apabila di dapat data resmi tentang perusahaan keluarga hasil penelitian mungkin akan berubah dan juga 3. Penelitian ini belum membedakan tentang klasifikasi perusahaan keluarga yaitu Family Business Enterprise (FBE) dan Family Owned Enterprise (FOE). Bagi penelitian selanjutnya dapat lebih memperluas sampel penelitian sehingga hasil yang di dapat lebih menyeluruh, penelitian selanjutnya dapat membedakan tentang pengklasifikasian bisnis keluarga yaitu *Family Business Enterprise* (FBE) dan *Family Owned Enterprise* (FOE).

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina, N., Rifa, D., & Meihendri, M. (2015, June 24). *Pengaruh Agency Cost, Corporate Governance Dan Profitabilitas Terhadap Financial Distress (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013)*. Universitas Bung Hatta. Retrieved from [Http://ejurnal.bunghatta.ac.id/index.php?journal=JFEK&page=article&op=view&path%5B%5D=5587](http://ejurnal.bunghatta.ac.id/index.php?journal=JFEK&page=article&op=view&path%5B%5D=5587)
- Ahmad, A. W., & Septriani, Y. (2008). Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*. Retrieved from <http://ojs.polinpdg.ac.id/index.php/JAM/article/view/515>
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction Of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Ayuningtias. (2013). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Board Composition, dan Agency Cost Terhadap Financial Distress. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1), 158–171.
- Catherine M. Daily, & Marc J. Dollinger. (1993). Alternative Methodologies for Identifying Family-Versus Nonfamily-Managed Businesses. *Journal of Small Business Management*, 31(2), 79–90.
- Dempsey, S. J., & Laber, G. (1992). Effects Of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratio Further Evidence of The Agency- Transaction Cost Hypothesi. *Journal of Financial Research*, 15(4), 317–321. <http://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1992.tb00115.x>
- Djumahir. (2009). Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa

- Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 11(2), pp.144–153.
Retrieved from
<http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/man/article/view/17971>
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13(1), 37–46. <http://doi.org/10.9744/jak.13.1.37-46>
- Fadhilah, F. N., & Syafruddin, M. (2013). Analisis Pengaruh Corporate Governance Terhadap Kemungkinan Financial Distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 2(2), 1–15.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fauzan. (2002). Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen. *Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar Dan Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Dividen*, 1(2), 114–138.
- Haryanti. (2012). Pengaruh Agency Cost Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Dan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Probank*, 20(24).
- Khaled Alsaed. (2006). The Association Between Firm Specific Characteristics and Disclosure: The case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476–496. <http://doi.org/10.1108/02686900610667256>
- Kusumajaya, D. K. O. (2011). *Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Program Studi Manajemen, Pasca Sarjana, Universitas Udayana.
- Machek, O., Kolouchová, D., & Hnilica, J. (2015). Identifying Family Businesses: The Surname Matching Approach. *Recent Advances in Environmental and Earth Sciences and Economics*, 96–100.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367–382. <http://doi.org/10.1111/1540-8520.t01-1-00015>
- Rahmawati, C. H. T. (2006). Pengaruh Insider Ownership , Institutional Ownership , Dispersion Of Ownership , Tingkat Pertumbuhan Perusahaan , Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2006. *Widya Warta*, 35(1), 1–18.
- Ramadhani, A. S., & Lukviarman, N. (2009). Perbandingan Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Altman Pertama , Altman Revisi , Dan

Altman Modifikasi Dengan Ukuran Dan Umur Perusahaan Sebagai Variabel Penjelas (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar. *Jurnal Siasat Bisnis*, 13(1), 15–28.

Sastriana, D., & Fuad. (2013). Pengaruh Corporate Governance Dan Firm Size Terhadap Perusahaan Yang Mengalami Kesulitan Keuangan (Financial Distress). *Diponegoro Journal Of Accounting*, 2(3), 1–10.

Sudiyatno, B., & Puspitasari, E. (2010). Tobin's q. *Kajian Akuntansi*, 2(1), 9–21.

Sujoko, & Subiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Leverage Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur Dan Non Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 9(1), 41–48. Retrieved from <http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/man/article/view/16634>

Supriadi, A. (2014). PwC: 95 Persen Perusahaan Indonesia Adalah Bisnis Keluarga. Retrieved May 21, 2015, from <http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20141202100356-92-15176/pwc-95-persen-perusahaan-indonesia-adalah-bisnis-keluarga/>

Susanto, P. (2012). Tanggung Jawab Perusahaan Keluarga. Retrieved May 21, 2015, from <http://manajemen.bisnis.com/read/20141102/238/269657/tanggung-jawab-perusahaan-keluarga>

Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *JRAI*, 5(2), 1–16.

Wardhani, R. (2007). Mekanisme Corporate Governanve Dalam Perusahaan Yang Mengalami Permasalahan Keuangan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(1), 95–114.

Waruwu, J. M., & Amin, M. N. (2014). Pengaruh Agency Cost Dan Siklus Kehidupan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2011. *E-Journal Akuntansi*, 1(1), 20–40.