

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Perusahaan Keluarga

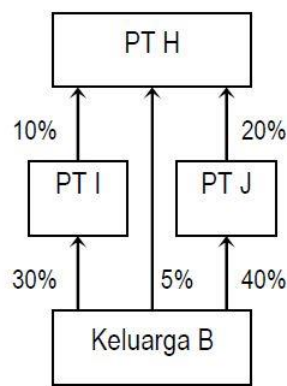
Bisnis keluarga dapat dirunut dari pengertian keluarga (*family*) dan hubungan kekeluargaan atau pertalian darah menurut hukum. Dengan begitu, bisnis keluarga merupakan bisnis yang dimiliki dan/atau dikelola oleh sejumlah orang yang memiliki hubungan kekeluargaan, baik suami-istri maupun keturunannya, termasuk di dalamnya hubungan persaudaraan. Bisnis keluarga berbentuk badan usaha PT dapat dilihat dari dua segi, yaitu segi kepemilikan saham (pemegang saham mayoritas) dan segi pengendalian perusahaan (pengambil keputusan). Keluarga yang memiliki mayoritas jumlah saham sebuah PT tentu juga dapat berposisi sebagai pengendali perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Simanjuntak, 2010). Menurut Wijayanti (2014), salah satu ciri perusahaan yang dikontrol oleh keluarga adalah saham mayoritas dimiliki oleh pendiri atau keluarga dari pendiri perusahaan tersebut. Adanya pertalian darah dan rasa memiliki yang sangat kuat dari anggota keluarga sering membuat pengambilan keputusan-keputusan strategis menjadi lebih sulit.

Terdapat dua mekanisme yang lazim digunakan pemegang saham pengendali untuk mengendalikan suatu perusahaan melalui perusahaan lain yaitu dengan kepemilikan piramida (*pyramid ownership*) (Gambar II.1) dan lintas kepemilikan (*cross-holding*) (Siregar, 2008). Kepemilikan piramida merupakan mekanisme penting bagi pemegang saham pengendali untuk memisahkan hak aliran kas dan hak kontrol yang dimiliki (La Porta, dkk., 1999). Kepemilikan piramida dan lintas kepemilikan antar perusahaan sering digunakan untuk meningkatkan kontrol pada perusahaan (Claessens, 2002).

Menurut Susilowati dan Sanjaya (2015) kepemilikan piramida merupakan kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain. Terdapat dua syarat yang harus dipenuhi agar kepemilikan dapat dikategorikan sebagai kepemilikan piramida yaitu: a) ada pemegang saham pengendali atau ultimat pada pisah batas hak kontrol tertentu dan b) ada perusahaan lain dalam kepemilikan tersebut antara pemegang saham, pengendali dengan perusahaan publik yang dikendalikan. Mekanisme kepemilikan yang kedua adalah lintas kepemilikan, yang merupakan kepemilikan pemegang saham pengendali terhadap dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki satu dengan lainnya, dengan syarat pokok melibatkan dua atau lebih perusahaan yang saling memiliki.

Di Indonesia penelitian pernah dilakukan oleh Claessens, dkk (2000) yang meneliti dengan batas hak kontrol 20% terdapat 66,9% perusahaan dengan kepemilikan piramida di Indonesia, dengan keluarga sebagai pemegang saham pengendali perusahaan. Claessens, dkk (2000) sendiri mendefinisikan struktur

kepemilikan piramida sebagai kepemilikan mayoritas saham suatu korporasi yang memiliki juga saham mayoritas pada perusahaan lain dimana proses tersebut dapat terus berulang, sedangkan lintas kepemilikan memiliki pola dimana pemegang pengendali memiliki saham pada dua atau lebih perusahaan pada satu grup bisnis yang sama.



Gambar II.1 Kepemilikan Piramida (Siregar, 2008)

Pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol pada perusahaan keluarga menimbulkan hal yang krusial di dalam perusahaan. Sering ditemukan anggota keluarga yang menjadi CEO, direktur maupun wakil direktur pada perusahaan keluarga, belum lagi keluarga yang terhubung karena pernikahan. Dengan cara itu keluarga tersebut memiliki hak kontrol terhadap perusahaan yang jauh lebih besar dari hak aliran kasnya, terutama melalui kepemilikan piramida mereka biasanya mengelola kendali terhadap perusahaan yang tidak bisa diganggu oleh pemegang saham yang lain (La Porta, 1999). Dari segi tata kelola, hak kontrol yang terkonsentrasi ini sangat krusial karena menentukan di dalam pengambilan kebijakan dividen, investasi, penunjukan staf, dan lain-lain (Claessens, 2000).

Jika dikaitkan dengan nilai perusahaan, perusahaan dengan konsentrasi hak aliran kas yang tinggi oleh *block-holder* memiliki persepsi yang menguntungkan terhadap nilai perusahaan, terutama pada perusahaan yang dimiliki oleh institusi keuangan dengan kepemilikan luas. Jika konsentrasi tinggi terletak pada hak kontrol, hubungan yang dimiliki terhadap nilai pasar perusahaan merupakan hubungan negatif, terutama pada perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga dan institusi keuangan dengan kepemilikan luas. Namun tidak ada hubungan yang terjadi terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan tersebut dimiliki oleh negara, atau dimiliki secara luas (terdispersi) (Claessens, 1999).

2.2 Kepemilikan Ultimat

Konsentrasi kepemilikan dapat diidentifikasi melalui dua cara, yaitu kepemilikan imediat dan kepemilikan ultimat. Kepemilikan imediat adalah kepemilikan langsung terhadap perusahaan publik, rangkaian kepemilikan tidak ditelusuri, dan besarnya kepemilikan pemegang saham ditentukan berdasarkan persentase saham yang tertulis atas nama pemegang saham tersebut. Selama ini, kepemilikan imediat umum digunakan di dalam identifikasi kepemilikan perusahaan, namun cara ini memiliki kelemahan dalam mengkaji pola kepemilikan perusahaan karena rangkaian kepemilikan tidak ditelusuri sampai dengan kepemilikan akhir (Siregar, 2008).

La Porta, dkk (1999) kemudian mengemukakan konsep kepemilikan ultimat, di mana penelusuran kepemilikan perusahaan dilakukan secara menyeluruh (*e.g.* ketika kepemilikan saham suatu perusahaan dimiliki oleh perusahaan lain, maka kepemilikan perusahaan lain tersebut juga ditelusuri). Hal ini dilakukan terus-menerus hingga pemilik ultimat dapat diidentifikasi. Siregar (2008) mengemukakan dengan menggunakan cara ini, rantai kepemilikan, pemegang saham pengendali, pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol, hingga mekanisme peningkatan kontrol dalam perusahaan dapat diidentifikasi. Menurut Susilowati dan Sanjaya (2015), peningkatan kontrol dilakukan dengan melibatkan pemegang saham di dalam manajemen, atau menjadi satu-satunya pemegang saham pengendali dalam perusahaan.

Pada konsep kepemilikan ultimat terdapat pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol. Hak aliran kas merupakan klaim keuangan pemegang saham terhadap perusahaan secara langsung maupun tidak langsung. Hak aliran kas langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terhadap perusahaan atas nama sendiri, sedangkan hak aliran kas tidak langsung diketahui melalui penjumlahan atas hasil perkalian persentase saham di dalam rantai kepemilikan. Hak aliran kas merupakan sumber insentif keuangan yang mampu membatasi tindakan ekspropriasi (Siregar, 2008). Hak aliran kas dapat berbentuk hak pembagian keuntungan yang merupakan laba ditahan, yang kemudian dibagikan dalam bentuk dividen.

Hak kontrol adalah hak suara untuk ikut serta di dalam menentukan kebijakan penting perusahaan secara langsung maupun tidak langsung. Hak kontrol langsung adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham pengendali terhadap perusahaan atas nama sendiri, sedangkan hak kontrol tidak langsung diketahui melalui persentase minimum yang dimiliki pemegang saham pengendali di dalam rantai kepemilikan (La Porta, dkk., 1999). Hak kontrol merupakan sumber insentif untuk memperoleh manfaat privat, karena pemegang saham pengendali dapat terlibat pada berbagai kebijakan penting sebagai bagian dari kontrol perusahaan, seperti hak memilih dewan direksi, yang dapat dimanfaatkan oleh pemegang saham pengendali dalam mempengaruhi manajer untuk melakukan ekspropriasi (Siregar, 2008).

Hak kontrol yang lebih besar dari hak aliran kas, menandakan bahwa pemegang saham pengendali memiliki pengaruh dalam mengendalikan perusahaan untuk mendapatkan manfaat privat yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham pengendali. Hal tersebut dikarenakan, pemegang saham pengendali akan mengontrol manajer agar bertindak sesuai kepentingannya. Kebijakan yang dikeluarkan pemegang saham pengendali akan menyebabkan ekspropriasi terhadap pemegang saham non pengendali (Susilowati dan Sanjaya, 2015).

Menurut La Porta, dkk (1999) serta Claessens, dkk (2000), pemegang saham pengendali terdiri dari keluarga, pemerintah, institusi keuangan dengan kepemilikan luas, perusahaan dengan kepemilikan luas serta pemegang saham pengendali lain seperti investor asing, koperasi atau bahkan karyawan. Claessens, dkk (2000) di

dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa pemegang saham pengendali memiliki kontrol terhadap perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung pada tingkat batas (*cut-off*) hak kontrol tertentu.

2.3 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan mengenai konflik keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan serta pengendalian. Konflik keagenan dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan yang berpengaruh terhadap kekayaan pemegang saham. Oleh karena itu, pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen.

Hubungan keagenan adalah sebuah kontrak di mana satu atau lebih prinsipal menyewa orang lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka yang biasanya berkaitan dengan pendelegasian beberapa wewenang dalam pembuatan keputusan kepada agen. Prinsipal adalah pihak yang memberikan mandat kepada agen, dalam hal ini yaitu pemegang saham (pemilik perusahaan), sedangkan yang disebut agen adalah pihak yang mengerjakan mandat dari prinsipal, yaitu manajemen yang mengelola perusahaan.

Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Akan tetapi, hubungan keagenan ini dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer (agen) dan pemilik perusahaan. Sehingga untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan perlu adanya suatu mekanisme pengawasan

untuk meminimumkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi.

Penggunaan sumber ekuitas yang tinggi sebenarnya memiliki potensi kontrol yang berlebihan dari pemegang saham terhadap pihak manajemen yang akan menghasilkan tarik menarik konsekuensi pendanaan yang berpengaruh terhadap penggunaan sumber dana yang akan digunakan (Indrajaya dkk, 2011). Sehingga munculah teori ini yang bertujuan untuk meminimumkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen dengan melakukan mekanisme pengawasan.

2.4 Teori Isyarat (*Signaling Theory*)

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2005) teori ini di dasari oleh perbedaan informasi yang dimiliki oleh para manajer dan investor luar, karena pada kenyataannya para manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan investor luar yang disebut *asymmetric information*. Oleh karena itu manajemen perusahaan memberi isyarat atau *signal* pada investor mengenai bagaimana manajemen memandang prospek yang menguntungkan. Dengan kata lain, teori ini mengemukakan tentang bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal-sinyal pada pengguna pada pihak investor sebagai pengguna laporan keuangan.

Perusahaan yang mempunyai keyakinan memiliki prospek yang baik ke depannya, akan cenderung mengkomunikasikan informasi tersebut kepada investor (Ross, 1977). Perusahaan dengan kualitas yang baik akan memberikan sinyal dengan cara menyampaikan laporan keuangannya dengan tepat waktu yang dapat dianggap sebagai berita baik (*good news*). Hal ini tidak bisa ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk yang cenderung tidak menyampaikan laporan keuangannya secara tepat waktu, sehingga dapat memberikan kesan atau berita yang buruk (*bad news*) terhadap investor (Apriada, 2013).

Brigham dan Ehrhardt (2005) kemudian mengemukakan bahwa perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram, sebaliknya penggunaan hutang oleh perusahaan diartikan oleh pihak luar bahwa perusahaan mampu untuk membayar kewajiban di masa mendatang, yang kemudian diinterpretasikan sebagai sinyal positif.

2.5 Keputusan Investasi pada Perusahaan Keluarga

Investasi dilakukan oleh individu maupun perusahaan dengan melakukan pengeluaran atau penanaman dana pada suatu aset, dengan harapan memperoleh pendapatan yang lebih besar di masa mendatang (Brigham dan Erhardt, 2005). Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan, karena akan berkaitan dengan dana yang digunakan untuk

investasi, jenis investasi yang akan dilakukan, pengembalian investasi, serta risiko investasi yang mungkin timbul (Martono dan Harjito, 2010).

Keputusan investasi akan menyangkut masalah bagaimana manajer harus mengalokasikan dana ke dalam bentuk-bentuk investasi yang berkaitan dengan aktiva lain perusahaan yang dapat mendatangkan keuntungan di masa depan (Ningrum dan Priyadi, 2017). Menurut Martono dan Harjito (2010), keputusan investasi diharapkan memberikan penerimaan-penerimaan yang dihasilkan dari proyeksi keuntungan atas investasi tersebut. Oleh karena itu, di dalam menganalisis layak tidaknya suatu keputusan investasi digunakan konsep aliran kas bukan konsep laba. Hal tersebut dikarenakan laba yang dilaporkan pada laporan keuangan belum tentu dalam bentuk kas.

Para investor atau pemegang saham memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun *capital gain*, sedangkan perusahaan yang biasanya diwakili oleh manajemen akan mengharapkan pertumbuhan untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya (Wibawa dan Wijaya, 2010). Berdasarkan teori isyarat, pengeluaran investasi akan memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Penulis kemudian menyimpulkan bahwa dengan adanya potensi ekpropriasi pada perusahaan keluarga akan mengurangi keputusan investasi, karena keuntungan yang diperoleh perusahaan cenderung digunakan untuk kepentingan pribadi.

2.6 Keputusan Pendanaan pada Perusahaan Keluarga

Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya (Wijaya dan Wibawa, 2010). Keputusan pendanaan merupakan keputusan mengenai sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan, baik itu untuk kegiatan investasi maupun operasional perusahaan (Ningrum dan Priyadi, 2017). Terdapat dua sumber pendanaan yang dapat digunakan oleh perusahaan, yaitu pendanaan internal berupa modal sendiri seperti laba ditahan, serta pendanaan eksternal berupa modal asing yang berasal dari luar perusahaan seperti hutang, obligasi, atau saham.

Brealey, dkk (2011) mengemukakan bahwa seorang manajer keuangan berperan penting di dalam penentuan sumber pendanaan tersebut, serta melakukan pengelolaan dana untuk kebutuhan investasi dan operasional perusahaan. Ketika suatu perusahaan perlu mendapatkan dana, perusahaan tersebut dapat mengundang para investor untuk menanamkan uang kas sebagai ganti bagian laba di masa depan, atau menjanjikan untuk melunasi kas investor itu, ditambah dengan tingkat bunga tetap.

Pada umumnya, perusahaan lebih menyukai menggunakan pendanaan yang berasal dari internal perusahaan untuk menghindari pantauan publik (*e.g.* modal dari penerbitan saham). Akan tetapi, ketika pendanaan eksternal dibutuhkan oleh perusahaan, maka perusahaan akan lebih mendahulukan sumber pendanaan melalui hutang karena biaya yang dikeluarkan lebih murah dibandingkan penerbitan obligasi atau saham. Selain itu sesuai dengan teori isyarat, pemerolehan sumber dana melalui

penerbitan melalui saham dapat dipersepsikan oleh investor bahwa perusahaan sedang dalam keadaan yang kurang baik.

Secara teoritis modal yang didapat dari penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai suatu perusahaan, akan tetapi terdapat kelebihan serta kelemahan di dalam penggunaan hutang karena pada kenyataannya pengaruh hutang terhadap harga saham sulit diukur (Indrajaya dkk, 2011). Salah satu keuntungan dari penggunaan hutang adalah dapat mengurangi jumlah pembayaran pajak akibat bunga yang harus dibayarkan dari hutang, sehingga dapat mengefektifkan biaya dari hutang yang menaikkan keuntungan bagi perusahaan.

Akan tetapi, pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi seperti perusahaan keluarga, perusahaan tersebut cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi, untuk melindungi hak kontrol pada perusahaan. Banyak pemegang saham menolak untuk menerbitkan saham baru agar hak voting dan posisi mereka sebagai pemegang saham pengendali tetap terjaga (Shahar, dkk., 2015). Hal tersebut juga senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Sugeng (2009) yang menyatakan perusahaan dengan struktur modal yang lebih tinggi akan membuat para kreditur lebih intensif dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen, sehingga pemegang saham pengendali akan menggunakan mekanisme tersebut agar para manajer bertindak sesuai dengan keinginan mereka. Selain itu, dengan struktur modal yang lebih banyak, ketergantungan terhadap dividen sebagai alat *monitoring* juga akan menjadi lebih kecil.

2.7 Kebijakan Dividen pada Perusahaan Keluarga

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, atau ditahan sebagai modal di dalam pendanaan investasi (Martono dan Harjito, 2010). Berdasarkan teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling, kebijakan dividen dapat digunakan untuk meminimalisir biaya keagenan yang berpotensi muncul dari konflik yang terjadi antara agen dan prinsipal, sebagai upaya untuk mengendalikan dan memantau tindakan manajer selaku agen agar sesuai dengan kepentingan prinsipal.

Pada perusahaan terkonsentrasi dengan keluarga sebagai pemegang saham pengendali, keluarga merupakan *large block shareholder* yang dengan demikian perusahaan tidak perlu membayar *dividend payout* yang tinggi. Hal itu dikarenakan keluarga tersebut memiliki kontrol yang tinggi, sehingga tindakan pengawasan terhadap manajemen dapat dilakukan dengan lebih efektif tanpa harus mengeluarkan biaya keagenan.

Dilihat dari sudut pandang tata kelola perusahaan, hak voting atau hak kontrol yang tinggi merupakan hal yang sangat krusial, karena dengan kontrol yang tinggi membuat pemegang saham pengendali memiliki *power* yang cukup kuat di dalam menentukan kebijakan dividen (Claessens, 2000). Hal tersebut dapat memunculkan konflik karena pemegang saham pengendali berpotensi melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan dirinya sendiri seperti tidak membayarkan

dividen, atau memindahkan keuntungan perusahaan pada perusahaan lain yang juga mereka kontrol (Claessens, 1999).

Wahyudi dan Pawestri (2006), mengemukakan bahwa persepsi dalam melakukan keputusan investasi juga terkait dengan kebijakan dividen yang dikeluarkan perusahaan. Seorang manajer akan lebih menyukai pendanaan yang berasal dari sumber internal, sebagai harapan investasi di masa mendatang, sehingga pada perusahaan tersebut penetapan dividen akan menjadi lebih rendah. Sedangkan penetapan dividen yang tinggi terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Perusahaan dengan kepemilikan institusional atau mayoritas akan berusaha menjaga kontrol mereka serta mengurangi biaya keagenan, sehingga cenderung akan mengeluarkan kebijakan dividen yang rendah.

2.8 Pengembangan Hipotesis

2.8.1 Keputusan Investasi pada Perusahaan Keluarga

Investasi merupakan penanaman dana yang dilakukan oleh suatu perusahaan ke dalam suatu aset (aktiva) dengan harapan memperoleh pendapatan di masa yang akan datang. Keputusan investasi diharapkan memberikan penerimaan-penerimaan yang dihasilkan dari proyeksi keuntungan atas investasi tersebut. Oleh karena itu, di dalam menganalisis layak tidaknya suatu keputusan investasi digunakan konsep aliran kas bukan konsep laba. Hal tersebut dikarenakan laba yang dilaporkan pada laporan keuangan belum tentu dalam bentuk kas (Martono dan Harjito, 2010).

Menurut Wijaya dan Wibawa (2010) investor memiliki tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraan, sedangkan perusahaan yang diwakili manajemen memiliki tujuan untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan melalui pertumbuhan perusahaan yang kontinu. Wahyudi dan Pawestri (2006), mengemukakan berdasarkan teori isyarat, pengeluaran investasi akan memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham. Penulis kemudian menyimpulkan bahwa dengan adanya potensi ekpropriasi pada perusahaan keluarga akan mengurangi keputusan investasi, karena keuntungan yang diperoleh perusahaan cenderung digunakan untuk kepentingan pribadi.

- H1: Keputusan investasi pada perusahaan keluarga lebih rendah daripada perusahaan non-keluarga.

2.8.2 Keputusan Pendanaan pada Perusahaan Keluarga

Menurut Miswanto (2013) salah satu keputusan penting yang harus dilakukan seorang manajer keuangan adalah keputusan pendanaan dengan efektif serta efisien, karena dari keputusan itu akan timbul biaya tetap. Biaya tetap tersebut menjadi kewajiban yang harus dibayar meskipun volume penjualan sedikit atau perusahaan mengalami kerugian, karena itu dana tersebut harus ditingkatkan yang biasanya merupakan kombinasi antara ekuitas dan hutang. Di dalam keputusan pendanaan penggunaan dana melalui hutang dapat meningkatkan risiko yang ditanggung pemegang saham atau perusahaan. Yulianto (2017) mengungkapkan

bahwa perusahaan harus melakukan pengelolaan hutang dengan baik, agar tidak terjadi *over leveraged* yang dapat berdampak terhadap perusahaan di dalam melakukan pembayaran hutangnya.

Pada perusahaan dengan kepemilikan terdispersi, manajer memiliki kekuatan tanpa ada yang memonitor mereka, manajer kemudian akan cenderung mengurangi pendanaan dari hutang untuk menghindari pengawasan dari kreditur sekaligus untuk mengamankan posisi mereka di perusahaan. Akan tetapi, pada perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi, untuk melindungi hak kontrol pada perusahaan. Banyak pemegang saham menolak untuk menerbitkan saham baru agar hak voting dan posisi mereka sebagai pemegang saham pengendali tetap terjaga (Shahar, dkk., 2015).

Beberapa penelitian yang terkait dengan keputusan pendanaan diantaranya adalah Atmaja, dkk (2009) yang menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki proporsi hutang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan non-keluarga. Hal tersebut juga senada Sugeng (2009) yang menyatakan perusahaan dengan struktur modal yang lebih tinggi akan membuat para kreditur lebih intensif dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen, sehingga pemegang saham pengendali akan menggunakan mekanisme tersebut agar para manajer bertindak sesuai dengan keinginan mereka.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijayanti (2014) yang menemukan pengaruh secara negatif namun tidak signifikan antara proporsi hutang dengan perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga, sedangkan Pernsteiner dan Dick

(2013) tidak menemukan adanya hubungan yang jelas antara kontrol keluarga di dalam perusahaan dengan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan.

➤ H2: Pendanaan melalui hutang pada perusahaan keluarga lebih tinggi daripada perusahaan non-keluarga.

2.8.3 Kebijakan Dividen pada Perusahaan Keluarga

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan, yang dapat menimbulkan persepsi bagi investor. Berdasarkan teori isyarat (*signaling theory*) pembayaran dividen yang tinggi akan membuat investor beranggapan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, sebaliknya ketika dividen yang dibayarkan turun akan dipersepsikan oleh investor bahwa kondisi perusahaan sedang kurang baik. Hal ini dapat berdampak pada harga saham yang mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Pada perusahaan terkonsentrasi dengan keluarga sebagai pemegang saham pengendali, keluarga tersebut memiliki kontrol yang tinggi terhadap perusahaan. Hal tersebut dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan perusahaan yang berpotensi menimbulkan ekspropriasi (*e.g.* dividen tidak dibayarkan) yang merugikan pemegang saham minoritas. Berkurangnya dividen yang dibayarkan dapat menunjukkan berkurangnya ketersediaan aliran kas yang mungkin digunakan demi kepentingan pemegang saham pengendali (Siregar, 2007).

Beberapa penelitian yang membahas mengenai kebijakan dividen dan kepemilikan keluarga pada perusahaan antara lain dilakukan oleh Cahyani dan Sanjaya (2014) yang menunjukkan adanya perbedaan pembayaran dividen yang lebih rendah secara signifikan antara perusahaan keluarga dan non-keluarga, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Wijayanti (2014) menunjukkan bahwa kontrol keluarga pada perusahaan mengurangi dividen yang dibayarkan, hal tersebut serupa dengan apa yang ditemukan oleh Wei, dkk (2011) pada penelitiannya pada perusahaan publik di China. Akan tetapi, Pernsteiner dan Dick (2013) tidak menemukan adanya hubungan yang jelas antara kontrol keluarga di dalam perusahaan dengan kebijakan dividen.

- H3: Kebijakan dividen pada perusahaan keluarga lebih rendah daripada perusahaan non-keluarga.