

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan dasar teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan. Teori ini memberikan penjelasan hubungan kontrak antara prinsipal (pemilik modal) dan agen (pihak yang mengelola perusahaan) dalam bentuk kontrak kerja sama. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajer (agen) dan pemegang saham (prinsipal). Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi tersebut hal yang paling umum terjadi adalah manusia bertindak atas kepentingan mereka. Pemegang saham hanya tertarik kepada *return* atas dana yang diinvestasikan di perusahaan tersebut sementara para manajer tertarik kepada kompensasi yang akan diterima jika mereka bisa memberikan *return* bagi pemegang saham.

Hubungan keagenan dapat menimbulkan konflik ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Manajer akan membuat kebijakan-kebijakan yang akan menguntungkan sepihak dan mengabaikan kepentingan pemegang saham. Konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer disebut konflik keagenan tipe 1. Konflik keagenan tipe 1 terjadi akibat

struktur kepemilikan yang tersebar seperti yang dijelaskan Berle dan Means (1932) dalam La Porta *et al.* (1999). La Porta *et al.* (1999) menyebutkan bahwa struktur kepemilikan tersebar umumnya terjadi di negara-negara *common law* dengan perlindungan hak investor yang kuat seperti Amerika Serikat dan Inggris. Dengan adanya konflik seperti ini pemilik (prinsipal) dituntut untuk melakukan sesuatu agar kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen bisa selaras dengan tujuan yang diinginkan oleh pemilik.

Konflik keagenan tipe 2 terjadi pada perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Konflik yang terjadi yaitu antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Konflik ini terjadi ketika pemegang saham pengendali yang memiliki hak untuk mengendalikan perusahaan membuat suatu kebijakan yang mengabaikan kepentingan pemegang saham non pengendali. Struktur kepemilikan terkonsentrasi mayoritas terjadi di negara Asia termasuk Indonesia yang merupakan *civil law* dengan perlindungan hak investor yang cenderung lemah. Penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al.* (2002) mengenai struktur kepemilikan perusahaan di sembilan negara Asia menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Asia mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi dalam kepemilikan keluarga.

Berdasarkan uraian mengenai konflik keagenan tipe 1, perusahaan keluarga memiliki konflik keagenan yang cukup rendah. Pengawasan menjadi lebih mudah dilakukan karena keluarga memiliki hak untuk mengontrol perusahaan dan manajemen. Apalagi banyak anggota keluarga yang terlibat didalam manajemen. Jika seperti itu, perusahaan keluarga lebih efisien dibanding non keluarga karena

manajemen rata-rata didominasi oleh anggota keluarga sehingga biaya keagenan menjadi lebih rendah (Atmaja *et al.*, 2009). Namun, hal ini akan menimbulkan masalah lainnya yang mengarah pada konflik keagenan tipe 2 yaitu benturan kepentingan antara keluarga dan pemegang saham minoritas. Keluarga akan dengan mudah mengendalikan manajemen untuk mendapatkan manfaat privat apalagi dengan kehadiran keluarga dalam manajemen. Situasi seperti ini akan mengarah pada ekspropriasi. Menurut Claessens *et al.* (2000) ekspropriasi adalah tindakan penggunaan hak kontrol yang dimiliki pemegang saham pengendali untuk mendapatkan manfaat pribadi dengan distribusi kekayaan dari pihak lain.

2.2 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan dibagi menjadi 2 kategori yaitu struktur kepemilikan tersebar yang ada di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang sementara struktur kepemilikan terkonsentrasi yang ada di negara-negara Asia termasuk Indonesia.

2.2.1 Struktur Kepemilikan Tersebar

Berdasarkan penelitian La Porta *et al.* (1999), struktur kepemilikan tersebar biasanya terjadi di negara-negara *common law* yaitu hukum yang memberikan perlindungan cukup baik terhadap investor. Struktur kepemilikan tersebar terjadi pada perusahaan-perusahaan di Amerika dan Inggris. Dikatakan tersebar karena saham dimiliki oleh banyak orang dalam presentasi yang kecil sehingga hak kendali perusahaan berada ditangan manajer bukan pemegang saham. Oleh karena itu, pemegang saham disebut *outsider*.

2.2.2 Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Struktur kepemilikan terkonsentrasi terjadi pada negara yang menganut *civil law* yaitu negara dengan perlindungan hukum yang lemah terhadap investornya. Dalam kepemilikan terkonsentrasi terdapat dua kelompok pemegang saham yaitu pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali. Pemegang saham pengendali adalah pemegang saham yang memiliki sebagai besar saham di perusahaan tersebut dan memiliki hak untuk mengendalikan perusahaan serta membuat keputusan. Claessens *et al.* (2002) mengenai struktur kepemilikan perusahaan di sembilan negara Asia menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Asia mempunyai struktur kepemilikan yang terkonsentrasi.

2.3 Konsep Kepemilikan

2.3.1 Kepemilikan Imediat

Berdasarkan kepemilikan imediat, rantai kepemilikan hanya dilihat dari presentasi kepemilikan secara langsung atas nama pemegang saham. Informasi mengenai kepemilikan secara langsung disediakan dalam laporan keuangan. Konsep ini memiliki kelemahan yaitu tidak dapat digunakan untuk menelusuri rantai kepemilikan, mengidentifikasi pemilik ultimatum dan mengkaji pemisahan kepemilikan dan kontrol (Siregar, 2011).

2.3.2 Kepemilikan Ultimatum

La porta *et al.* (1999) mengkaji struktur kepemilikan 691 perusahaan publik di 27 negara dari benua Asia, Eropa, Amerika dan Australia. La porta *et al.*, (1999) merupakan peneliti pertama yang menggunakan konsep kepemilikan ultimatum untuk mengidentifikasi struktur kepemilikan. Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa kepemilikan perusahaan publik hampir di semua negara

adalah terkonsentrasi kecuali di Amerika Serikat, Jepang dan Inggris. La Porta *et al.* (1999) menemukan bahwa perusahaan publik di Asia Tenggara dikendalikan oleh pemegang saham ultimatum. Kepemilikan ultimatum adalah kepemilikan langsung dan tidak langsung terhadap perusahaan. Kepemilikan langsung adalah presentasi saham yang dimiliki atas nama sendiri sementara kepemilikan tidak langsung adalah kepemilikan terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain (Siregar, 2011). Kepemilikan ultimatum dapat menelusuri pemegang saham pengendali, hak aliran kas dan hak kontrol.

Pemilik ultimatum bisa berasal dari pemerintah, institusi, asing dan keluarga. Kepemilikan keluarga merupakan kepemilikan mayoritas yang ada pada perusahaan di Indonesia. Penelitian yang dilakukan oleh Claessens *et al.* (2002) mengenai struktur kepemilikan perusahaan di sembilan negara Asia menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Asia mempunyai struktur kepemilikan terkonsentrasi dalam kepemilikan keluarga.

Morck dan Yeung (2004) mendefinisikan perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dijalankan oleh penerus dari orang yang sebelumnya bertanggungjawab terhadap perusahaan atau oleh keluarga yang dalam proses untuk menyerahkan kendali perusahaan kepada penerusnya. Jadi keluarga merupakan pemilik sekaligus pengendali perusahaan. Keluarga sebagai pemilik ultimatum memiliki dampak yang cukup besar bagi perusahaan. Sebagai pemilik ultimatum, keluarga dapat leluasa mengontrol perusahaan dengan hak kontrol yang dimiliki. Perusahaan keluarga terkadang menempatkan anggota keluarganya sehingga keselarasan tujuan antara pemilik dan manajer lebih mudah diwujudkan

(La Porta *et al*, 2002). Oleh karena itu, keluarga bisa mengangkat siapa pun untuk menempati posisi manajer dan juga memberhentikan manajer. Sudah menjadi tradisi bahwa penerus perusahaan merupakan generasi keluarga selanjutnya. Hal ini menjadikan perusahaan keluarga memiliki keunikan dibanding perusahaan non keluarga. Perusahaan keluarga biasanya memiliki orientasi untuk perencanaan jangka panjang karena berkaitan langsung dengan kehidupan keluarga sehingga pemilik perusahaan termotivasi untuk memberikan yang terbaik bagi perusahaan secara berkelanjutan. Pengambilan keputusan akan menjadi lebih fleksibel dan tidak sekaku perusahaan non keluarga karena orang-orang yang berada dalam manajemen kebanyakan merupakan berasal dari keluarga sehingga sudah terjalin hubungan yang akrab. Selain itu, pengawasan akan lebih efisien dilakukan karena manajemen berasal dari keluarga. Namun, keterlibatan keluarga dalam manajemen rentan dengan benturan kepentingan antara keluarga dan pemegang saham non pengendali. Benturan kepentingan terjadi ketika manajemen yang dikendalikan keluarga melakukan tindakan yang hanya memperkaya pemilik perusahaan saja.

Keluarga sebagai pemilik ultimatum memainkan peran penting dalam penentuan kebijakan perusahaan. Keluarga memiliki suara yang cukup kuat untuk mempengaruhi kebijakan perusahaan. Salah satu kebijakan penting dalam perusahaan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan kebijakan untuk membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen atau menyimpan laba untuk membiayai aktivitas perusahaan. Dividen ditentukan dalam rapat umum pemegang saham (RUPS). Rapat umum pemegang saham ditentukan oleh

pemegang saham pengendali tanpa memperhatikan suara pemegang saham non pengendali. Jadi merupakan hal yang mungkin bagi keluarga untuk menentukan kebijakan sesuai dengan kepentingan keluarga.

2.4 Kebijakan Dividen

Salah satu yang menjadi tujuan perusahaan adalah menghasilkan laba yang besar atas kegiatan usaha yang dijalani. Perusahaan bisa menggunakan laba ini untuk dua hal yaitu dialokasikan dalam laba ditahan untuk membiayai kegiatan perusahaan atau membagikannya dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen atas laba yang dihasilkan perusahaan akan didistribusikan ke pemegang saham sebagai dividen atau ditahan guna pembiayaan investasi. Jika manajemen memilih untuk membayar dividen maka sumber pendanaan internal akan berkurang. Sebaliknya jika manajemen memilih untuk tidak membayar dividen maka peluang perusahaan untuk investasi akan meningkat karena laba yang dihasilkan sepenuhnya digunakan untuk investasi sehingga pendanaan internal meningkat.

Kebijakan dividen dapat diukur dengan *dividend payout ratio* atau rasio pembayaran dividen untuk mengetahui seberapa besar persentasi laba yang dibagikan dalam bentuk dividen. *Dividen payout ratio* dihitung dengan membandingkan antara *dividend per share* dan *earnings per share*.

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earnings Per Share}}$$

2.4.1 Teori Dividen

Ada beberapa teori dividen yang cukup dikenal seperti :

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Menurut Modigliani dan Miller (1961) nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*. Ketika perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham maka kekayaan pemegang saham akan meningkat. Sebaliknya ketika perusahaan tidak membagikan dividen maka laba ditahan perusahaan akan meningkat dan dana ini bisa membiayai investasi-investasi yang menguntungkan sehingga nilai perusahaan akan meningkat dan menyebabkan harga saham naik. Hal tersebut juga akan menguntungkan pemegang saham. Jadi kebijakan apapun yang diambil perusahaan tidak akan berpengaruh pada kekeayaan pemegang saham sehingga tidak ditemukan relevansinya.

2. *Bird In The Hand Theory*

Menurut Lintner (1962) pemegang saham akan menyukai pembayaran dividen ditengah ketidakpastian situasi. Mereka menganggap pembayaran dividen akan menurunkan ketidakpastian arus kas di masa mendatang. Pemegang saham lebih suka menerima kas dari dividen dibanding *capital gain* yang belum pasti.

3. *Tax Effect Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979). Teori ini menyatakan bahwa semakin rendah pembayaran dividen maka akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai saham dan perusahaan. Teori ini beranggapan bahwa pemegang saham selalu mencari keuntungan dan lebih menyukai *capital gain* dibanding dividen karena dividen dikenai pajak atas penerimanya. Berdasarkan hal ini manajemen akan menahan labanya dan

menggunakannya untuk membiayai investasi-investasi yang menguntungkan dan menurunkan rasio pembayaran dividen.

4. *Clientele Effects of Dividends Theory*

Teori ini menjelaskan bahwa investor memiliki preferensi yang berbeda-beda atas *return* dalam investasi saham. Investor yang memiliki kebutuhan mendesak akan *current income* akan lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang membayarkan dividen cukup tinggi. Sebaliknya investor yang menghindari pajak akan memilih perusahaan yang membayarkan dividen cukup rendah dan berharap pada *capital gain* yang besar.

2.4.2 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

1. Perjanjian Hutang

Perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Dividen dapat dibagikan jika hutang telah dibayarkan perusahaan. Hal ini dilakukan untuk melindungi hak kreditor.

2. Tersedianya Kas

Dividen tunai dapat dibayarkan hanya jika tersedia kas yang cukup. Jika likuiditas perusahaan baik maka perusahaan dapat membayar dividen.

3. Kebutuhan Dana Untuk Investasi

Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan untuk membiayai kegiatan investasi. Oleh karena itu, semakin besar kebutuhan dana investasi, semakin kecil dividen yang dibagikan.

4. Fluktuasi Laba

Jika laba perusahaan cenderung stabil, perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa takut harus menurunkan dividen jika laba menurun. Sebaliknya jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen yang dibagikan biasanya rendah agar kestabilan terjaga. Perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak menggunakan banyak hutang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

2.4.3 Kebijakan Dividen Ditinjau Dari Teori Keagenan

La Porta *et al* (2000) mengelompokkan kebijakan dividen menjadi 2 model yaitu :

1. Outcome Model

Dalam teori ini, negara yang memberikan perlindungan yang baik terhadap investor akan membagikan dividen lebih tinggi dibanding negara yang tidak cukup baik untuk melindungi investor. Perlindungan hukum yang baik terhadap investor menyebabkan investor berani untuk mendorong perusahaan untuk membagikan laba sehingga bisa mencegah terjadinya penyimpangan yang dilakukan perusahaan.

Pemegang saham yang merasa terproteksi akan menerima pembayaran dividen yang rendah, dan tingkat reinvestasi yang tinggi dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi karena mereka tahu ketika perusahaan lebih memilih investasi, perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi. Konsekuensinya yaitu ketika proteksi investor baik perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan membayar dividen yang lebih rendah daripada perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Hal ini berbeda ketika proteksi terhadap investor lemah

karena dengan situasi seperti ini investor akan mengabaikan tingkat pertumbuhan perusahaan.

2. *Substitute Model*

Model ini mengasumsikan dividen merupakan substitusi dari perlindungan hukum. Perusahaan membutuhkan dana eksternal melalui pasar modal. Untuk mendapatkan dana ini perusahaan harus membuat kebijakan yang bisa menarik investor. Selain itu, perusahaan juga bisa meningkatkan reputasi dimata investor. Salah satu cara yang dilakukan adalah pembayaran dividen untuk mengurangi kesan ekspropriasi. Reputasi sangat berharga di negara yang perlindungan hukum terhadap investor lemah. Perusahaan dengan reputasi yang baik akan meningkatkan kepercayaan investor bahwa perusahaan tersebut tidak melakukan ekspropriasi. Menurut model ini, pembayaran dividen akan lebih tinggi di negara dengan perlindungan investor yang lemah dibanding negara dengan perlindungan hukum terhadap investornya baik.

2.5 Penelitian Terdahulu

Pindado *et al.* (2012) melakukan penelitian tentang apakah perusahaan-perusahaan keluarga di *Euro zone* menggunakan kebijakan dividen sebagai mekanisme perusahaan untuk mengurangi masalah keagenan. Hasil dari penelitian ini adalah perusahaan keluarga cenderung membagikan dividen lebih tinggi dibanding perusahaan non keluarga untuk mengurangi masalah keagenan dalam bentuk ekspropriasi. Pindado *et al.* (2012) menyatakan bahwa dengan membagikan dividen yang lebih tinggi maka investor akan percaya kepada

perusahaan tidak melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham non pengendali.

Atmaja *et al.* (2009) menginvestigasi pengaruh kontrol keluarga terhadap dividen, hutang dan struktur organisasi terhadap konflik keagenan. Hasil penelitian ini adalah perusahaan keluarga di Australia membayar dividen yang lebih tinggi dibanding non keluarga. Hal ini dilakukan untuk membuktikan bahwa perusahaan tidak melakukan ekspropriasi. Pembayaran dividen yang tinggi juga dilakukan sebagai substitusi karena perusahaan keluarga hanya sedikit mempekerjakan pihak independen dan lebih memilih pihak keluarga dalam menjalankan perusahaan.

Wei *et al.* (2011) memberikan bukti yang berbeda dari literatur sebelumnya mengenai dividen pada perusahaan keluarga. Penelitian ini menunjukkan perusahaan keluarga di China memiliki *dividend payout ratio* yang lebih rendah dan cenderung membayar dividen lebih sedikit dibanding perusahaan non keluarga.

Wijayanti (2014) menemukan pengaruh negatif signifikan kontrol keluarga terhadap kebijakan dividen perusahaan di Indonesia. Perusahaan yang dikontrol keluarga membagikan dividen lebih kecil dibanding perusahaan yang dikontrol non keluarga.

Berikut ini adalah tabel ringkasan penelitian terdahulu yang berkaitan dengan kebijakan dividen pada perusahaan keluarga dan perusahaan non keluarga yang telah dijelaskan di atas :

Tabel 2.1
Matriks Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Pindado <i>et al.</i> (2012)	Dividen diukur dengan dividen yang dibayarkan perusahaan. Kontrol keluarga diukur dengan variabel <i>dummy</i> .	Perusahaan keluarga membagikan proporsi laba yang lebih tinggi dalam bentuk dividen dibanding perusahaan keluarga.
2.	Atmaja <i>et al.</i> (2009)	Dividen diukur dengan <i>dividend payout ratio</i> . Ada 2 variabel kontrol keluarga yang digunakan yaitu : 1. Variabel <i>dummy</i> 2. Presentasi saham yang dimiliki keluarga.	Perusahaan keluarga membayar dividen yang lebih tinggi dibanding perusahaan non keluarga. Hal ini dilakukan untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali.
3.	Wei <i>et al.</i> (2011)	Dividen diukur dengan <i>dividend payout ratio</i> . Kontrol keluarga diukur dengan variabel <i>dummy</i> .	Perusahaan keluarga memiliki <i>dividend payout ratio</i> yang lebih rendah dibanding perusahaan non keluarga.
4.	Wijayanti (2014)	Dividen diukur dengan <i>dividend payout ratio</i> . Kontrol keluarga diukur dengan variabel <i>dummy</i> .	Kontrol keluarga memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.6 Pengembangan Hipotesis

Perusahaan keluarga sering melibatkan anggota keluarganya dalam manajemen perusahaan sehingga keselarasan tujuan lebih mudah diwujudkan (La Porta *et al.*,

2002). Begitu juga dalam pengambilan keputusan, kontrol keluarga sebagai pemegang saham pengendali akan mempengaruhi keputusan yang dibuat manajemen seperti kebijakan dividen yang ditentukan dalam RUPS. Keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki suara yang cukup kuat dalam RUPS tanpa memperhatikan suara pemegang saham minoritas. *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan dapat menimbulkan konflik kepentingan.

Manajemen dibawah kendali keluarga bisa membuat kebijakan yang merugikan pemegang saham minoritas dengan tidak membagikan *free cash flow* tersebut dalam bentuk dividen. Jika *free cash flow* tidak dibagikan maka besar kesempatan pemegang saham pengendali memanfaatkannya untuk hal-hal yang menguntungkan kepentingan pribadi saja. Pengurangan dividen dapat menunjukkan bahwa terjadi ekspropriasi dalam perusahaan karena aliran kas yang tersedia di perusahaan digunakan hanya untuk kepentingan pemegang saham pengendali (Siregar, 2007). Kehadiran komisaris independen seharusnya bisa meminimalisir tindakan tersebut. Namun proporsi komisaris independen dalam perusahaan keluarga cukup rendah (Atmaja *et al.*, 2009).

Sementara itu, pemilik perusahaan non keluarga di Indonesia banyak dipegang oleh pemegang saham mayoritas yang dimiliki oleh pemerintah, institusional, dan asing. Meskipun begitu, manajemen perusahaan non keluarga biasanya berasal dari kalangan profesional yang tidak memiliki hubungan keluarga dengan pemilik. Proporsi komisaris independen pada perusahaan non keluarga lebih tinggi sehingga pengawasan terhadap manajemen lebih efektif. Jadi hak pemegang saham bisa terwakili oleh komisaris independen.

Perusahaan keluarga cenderung bergantung pada pendanaan eksternal yaitu hutang untuk mendanai kegiatan perusahaan. Keluarga tidak ingin mengurangi kontrol yang telah dimilikinya oleh karena itu perusahaan keluarga lebih memilih hutang daripada menerbitkan saham baru yang menyebabkan beralihnya kepemilikan saham. Semakin tinggi kontrol keluarga maka semakin tinggi hutang yang dimiliki (Wijayanti, 2014). Hal ini sejalan dengan penelitian Atmaja (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga memiliki proporsi dewan komisaris independen yang rendah dan memiliki hutang yang tinggi dibanding perusahaan non keluarga. Jika perusahaan memiliki hutang yang tinggi maka proporsi laba yang dibagikan dalam bentuk dividen akan semakin kecil.

Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H1 : Terdapat perbedaan signifikan pembayaran dividen antara perusahaan keluarga dan perusahaan non keluarga.