

Perusahaan keluarga dan kebijakan dividen di Indonesia

Rahmat Heru Setianto¹, Putri Kartika Sari²

^{1,2}Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia
Corresponding author e-mail: rahmat.heru@feb.unair.ac.id

Abstract

This study aims to examine the effect of family firm characteristics namely; family ownership, family generation, and family member on dividend policy in Indonesia during period of 2010-2014. By employing regression technique on Indonesian public listed manufacturing firm the results suggest that family ownership has a positive effect on dividend payout ratio (DPR). The higher of the family ownership the higher the dividend payment of the company. However, family generation has no significant effect on DPR. Meanwhile, family member has positive effect on DPR, this result indicates that dividend payments are likely to be higher when more family members are involved in managing the company.

Keywords: *family firm, dividend policy, and agency theory.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh karakteristik perusahaan keluarga yaitu family ownership (kepemilikan keluarga), family generation (generasi keluarga), dan family member (jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai direksi dan komisaris) terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan dividend payout ratio (DPR) pada perusahaan keluarga dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2014. Jumlah pengamatan yang digunakan sebanyak 96 pengamatan dengan menggunakan metode purposive sampling. Hasil regresi berganda menunjukkan bahwa family ownership berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Semakin tinggi family ownership semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Namun, family generation tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR. Sementara itu, family member berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Hal ini menunjukkan bahwa semakin banyak anggota keluarga yang menduduki posisi direksi dan komisaris maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan.

Kata kunci: *perusahaan keluarga, kebijakan dividen, dan teori keagenan.*

JEL: G20, G30, G32, G35

DOI: [10.20885/jsb.vol21.iss2.art1](https://doi.org/10.20885/jsb.vol21.iss2.art1)

Introduction

Distribusi kekuasaan dan pengaruh di antara pemegang saham atas kegiatan operasional perusahaan tercermin pada struktur kepemilikan saham. Beberapa negara memiliki jenis struktur kepemilikan saham yang menyebar (*widespread ownership/widely held corporation*) yaitu kepemilikan saham menyebar secara relatif merata ke publik, tidak ada yang memiliki saham dalam jumlah sangat besar dibandingkan dengan lainnya. Berdasarkan perkembangan penelitian dan literatur terakhir, kondisi penyebaran kepemilikan saham perusahaan tidak banyak terjadi. Struktur kepemilikan saham yang lebih dominan adalah kepemilikan terkonsentrasi, terutama di negara berkembang dan salah satunya adalah Indonesia (Claessens, et al. 2000). Struktur kepemilikan terkonsentrasi adalah kepemilikan mayoritas oleh suatu pihak atas suatu perusahaan. Kepemilikan dalam jumlah besar tersebut menjadikan pihak tersebut memiliki kontrol yang besar atas perusahaan sehingga pemegang saham mayoritas dapat disebut juga dengan pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*). Keluarga adalah jenis *controlling shareholder* yang paling banyak ditemui.

Perusahaan keluarga adalah perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga pendirinya (Susanto et al, 2007: 4). Menurut Bertrand dan Schoar (2006), perusahaan keluarga

ditandai dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi, kontrol, dan adanya satu atau beberapa anggota keluarga yang menduduki posisi eksekutif. Menurut Miller et al. (2007) perusahaan keluarga adalah kepemilikan oleh beberapa anggota keluarga yang terlibat baik pada kepemilikan maupun manajerial. Sedangkan menurut Sciascia dan Mazzola (2008) perusahaan keluarga adalah perusahaan di mana sebuah keluarga mengendalikan perusahaan melalui kepemilikan maupun keterlibatan dalam manajemen. Keterlibatan keluarga pada kepemilikan biasanya diukur berdasarkan prosentase kepemilikan pada saham. Menurut Andres (2008) Untuk perusahaan terbuka atau publik, perusahaan dikatakan perusahaan keluarga jika pendiri atau anggota keluarganya memiliki 25% hak suara atas perusahaan melalui penanaman modal dan ada setidaknya satu orang anggota keluarga dalam manajemen.

Kehadiran keluarga sebagai *controlling shareholder* dapat mempengaruhi perusahaan dalam beberapa aspek. Hal ini dikarenakan *controlling shareholder* memiliki kekuatan untuk “memaksakan” pendapatnya pada direksi, manajemen, dan pemegang saham minoritas. Salah satu hal yang dapat dipengaruhi kepemilikan keluarga adalah keputusan finansial perusahaan. Dalam hasil survei yang dilakukan De Angelo et al. (2009) dijelaskan bahwa preferensi *controlling shareholder* memiliki pengaruh besar pada kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan dalam menentukan besarnya proporsi dari laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen suatu perusahaan tercermin pada *Dividend Payout Ratio* (DPR) yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen.

Kehadiran keluarga sebagai pemegang saham pengendali dapat berdampak perusahaan pada dimensi yang berbeda. Bertrand dan Schoar (2006) meneliti karakteristik yang berbeda yang membuat perusahaan keluarga berbeda dari perusahaan lain. Mereka menyoroti bahwa beberapa variabel seperti manajemen dengan perspektif jangka panjang, substitusi struktur hukum yang lemah dengan politik dapat meningkatkan efisiensi ekonomi dari perusahaan-perusahaan ini. Di sisi lain, karakteristik seperti nepotisme, warisan keluarga dan warisan norma dapat memiliki dampak negatif pada kinerja perusahaan. Beberapa aspek ini telah diteliti dalam literatur, tetapi hanya sedikit peneliti yang telah menganalisis dampak dari kepemilikan keluarga pada kebijakan *pay-out* dari perusahaan publik. Chen et al. (2005) menemukan sedikit hubungan antara kepemilikan keluarga dan dividen *pay-out ratio* pada kasus Hong Kong. Setia-Atmaja et al. (2009) meneliti pada kasus di Australia, perusahaan keluarga memiliki rasio *pay-out* lebih tinggi dibanding perusahaan non-keluarga dan keberadaan hubungan cekung antara saham keluarga dan dividen *pay-out ratio*. Yoshikawa dan Rasheed (2010) menganalisis sampel perusahaan Jepang dan menemukan nilai dividen *pay-out* yang lebih tinggi untuk perusahaan keluarga. Pindado et al. (2012) meneliti sampel perusahaan dari sembilan negara zona euro selama sepuluh tahun. Mereka menemukan bahwa perusahaan keluarga cenderung memiliki dividen *pay-out* yang lebih tinggi. Terakhir, Schmid et al. (2010) melakukan analisis pada kasus German dan menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki *pay-out* lebih tinggi dan juga kecenderungan lebih tinggi untuk membayar dividen dari perusahaan non-keluarga. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan generasi kedua memiliki *pay-out* lebih tinggi dan keterlibatan aktif dari keluarga di perusahaan tidak berdampak pada kebijakan *pay-out*.

Kebijakan dividen suatu perusahaan melibatkan dua pihak, yakni manajer dan pemegang saham. Manajer mempunyai tanggung jawab moral untuk mengoptimalkan keuntungan para pemegang saham, di sisi lain manajer juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraannya, sehingga ada kemungkinan manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. Konflik kepentingan inilah yang disebut dengan *agency problems* (Jensen dan Meckling, 1976).

Salah satu penyebab konflik kepentingan atau *agency problem* adalah penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer. *Free cash flow* atau arus kas bebas merupakan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya, dan

merupakan sisa aliran kas dari pendanaan seluruh proyek perusahaan. *Free cash flow* yang banyak dapat disalah gunakan oleh manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya maupun investasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Oleh karena itu, pembagian dividen dapat menjadi mekanisme untuk mencegah manajer dalam memaksimalkan kepentingan pribadinya. Perusahaan dapat memutuskan untuk membagikan dividen dalam jumlah besar sehingga semakin sedikit *free cash flow* yang dipegang perusahaan yang dapat disalahgunakan oleh manajer. Pada perusahaan keluarga, *agency problems* antara pemegang saham dan manajer lebih jarang terjadi karena adanya pengawasan dan partisipasi keluarga dalam manajemen atau dewan direksi perusahaan sehingga perusahaan tidak perlu membagikan dividen dalam jumlah besar sebagai pengawasan penggunaan *free cash flow*.

Di sisi lain, keluarga sebagai *controlling shareholder* juga dapat mempengaruhi keputusan dividen dengan motif kebutuhan pendapatan keluarga (Isakov dan Weisskopf, 2015). Anggota keluarga memiliki sejumlah besar kekayaan yang diinvestasikan dalam perusahaan dan keluarga ingin tetap mengontrol perusahaan dalam jangka panjang sehingga anggota keluarga tidak dapat menjual saham untuk diversifikasi kekayaan mereka. Semakin banyak jumlah anggota keluarga yang memiliki saham perusahaan dan menjabat sebagai dewan komisaris dan direksi maka semakin tinggi tingkat dividen yang dituntut untuk memenuhi kebutuhan pendapatan pihak keluarga.

Penelitian yang dilakukan Setia-Atmaja et al., (2009) di Australia, Yoshikawa dan Rasheed (2010) di Jepang, Pindado (2010) di sembilan negara kawasan Eurozone, dan Schmid et al., (2010) di Jerman menemukan bahwa perusahaan keluarga membayar dividen lebih tinggi daripada perusahaan non-keluarga. Sementara itu, penelitian Attig et al., (2015) yang dilakukan sembilan negara Asia Timur menemukan hasil bahwa perusahaan keluarga membagikan lebih sedikit dividen daripada perusahaan non-keluarga. Berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini menggunakan variabel generasi keluarga (*family generation*) dan juga peran aktif keluarga dalam dewan komisaris dan direksi (*family member*) untuk menelusuri lebih lanjut pengaruh karakteristik perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini mempunyai tujuan menguji pengaruh *family ownership*, *family generation*, dan *family member* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2014. Modelregresi penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel dependen. *Family ownership*, *family generation*, dan *family member* sebagai variabel independen dan Tobin's *q*, *return on invested capital*, ukuran perusahaan, *leverage*, dan pertumbuhan penjualan sebagai variabel kontrol.

Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Family Ownership dan Kebijakan Dividen

Andres (2008) menyebutkan bahwa perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan keluarga apabila memenuhi setidaknya salah satu dari dua kriteria. Pertama, pendiri dan/atau anggota keluarganya memiliki hak suara lebih dari 25% atau ada anggota keluarga dalam manajemen jika keluarga pendiri perusahaan memiliki hak suara kurang dari 25%. Sementara, di Indonesia terdapat peraturan mengenai kepemilikan saham suatu perusahaan yaitu keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004 yang menjelaskan bahwa seorang pemegang saham dapat disebut sebagai pemegang saham pengendali apabila memiliki 25% atau lebih dari saham perusahaan. *Family Ownership* mencerminkan bagian saham perusahaan yang dimiliki oleh keluarga. Semakin besar *family ownership* menandakan semakin besar kontrol yang dimiliki keluarga terhadap perusahaan. *Family ownership* diukur dengan rasio jumlah saham semua golongan yang dimiliki oleh keluarga terhadap total saham yang beredar.

Berdasarkan teori keagenan, masalah keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dengan kontrol. Salah satu masalah yang timbul adalah penyalahgunaan *free cash flow* oleh manajer. Jensen (1986) menjelaskan bahwa manajer memiliki kewenangan untuk menahan kas, yang

mana dapat mereka gunakan untuk kegiatan yang memberikan keuntungan pribadi bagi mereka sendiri, bukan untuk kepentingan terbaik pemegang saham. Hal ini menyebabkan pemegang saham perlu mengawasi manajer. Dalam konteks ini, pembayaran dividen yang tinggi dapat mengurangi *free cash flow* dan dianggap sebagai cara yang efektif untuk mengatasi masalah keagenan.

Dalam perusahaan yang kepemilikan keluarga (*family ownership*) tinggi, keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki kontrol yang kuat terhadap perusahaan termasuk manajer. Sehingga, masalah keagenan akan semakin minimum terjadi. Semakin rendah *family ownership*, semakin tinggi tingkat dividen untuk mengatasi masalah keagenan. Sebaliknya, semakin tinggi *family ownership* maka semakin rendah dividen karena adanya kontrol dan kepercayaan bahwa manajer akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Tetapi, menurut Claessens et al., (2002) teori keagenan menjelaskan bahwa kepemilikan keluarga selain memiliki dampak secara positif terhadap masalah keagenan, juga berpotensi menimbulkan dampak *entrenchment*. Seperti yang telah dijelaskan bahwa kepemilikan keluarga akan mengurangi masalah keagenan dengan menunjuk pengelola yang masih sesuai dengan kepentingan pemilik (Bhaumik et al., 2010) tetapi kontrol yang terlalu besar yang dimiliki keluarga akan mendorong mereka untuk hanya mementingkan kepentingan mereka sendiri dan mengeksploitasi pemegang saham minoritas (Morck et al., 2005).

Hubungan antara *family ownership* dengan kebijakan dividen juga dapat dijelaskan dengan *income needs hypothesis* dalam penelitian Isakov dan Weisskopf (2015). Anggota keluarga memiliki dana dalam jumlah yang signifikan yang diinvestasikan dalam perusahaan dan mereka tidak dapat menjual saham untuk mendiversifikasi kekayaannya karena keluarga ingin memiliki kendali perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, semakin tinggi kepemilikan keluarga, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut untuk memenuhi kebutuhan pendapatan (*income needs*) keluarga (Isakov dan Weisskopf, 2015).

H1: *Family ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Family Generation dan Kebijakan Dividen

Family Generation adalah generasi keluarga yang memimpin perusahaan. Generasi pertama bisa disebut dengan *founder-controlled* yaitu jika pendiri perusahaan masih menjabat sebagai CEO. Generasi penerus atau *descendant-controlled* adalah ketika pendiri perusahaan sudah tidak aktif dalam direksi atau sudah meninggal atau ketika keturunannya menjabat sebagai CEO (Anderson dan Reeb, 2003). Sesuai dengan penelitian Isakov dan Weisskopf (2015), pada penelitian ini *family generation* diukur dengan variabel dummy, bernilai 1 untuk generasi penerus, bernilai 0 untuk generasi pertama.

Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Pada perusahaan yang sudah besar dan telah dikelola oleh beberapa generasi, akan semakin banyak anggota keluarga yang menggantungkan pendapatan dari dividen. Oleh karena itu, semakin jauh generasi pengelola dari pendiri maka akan semakin banyak *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Hubungan *family generation* dengan kebijakan dividen dapat juga dijelaskan oleh *life cycle theory*. *Life cycle theory* menjelaskan bahwa ada empat fase dalam siklus hidup suatu perusahaan, yaitu dimulai dari fase pengenalan (*introduction/pioneering*), pertumbuhan (*growth/expansion*), kematangan (*mature/harvest*), dan fase penurunan (*decline*). Perusahaan keluarga pada generasi pertama ada pada fase pengenalan yaitu sebuah tahap awal perusahaan dalam memperkenalkan produknya kepada konsumen. Sementara itu, perusahaan keluarga pada generasi penerus memasuki fase pertumbuhan yaitu perusahaan masih dalam taraf membangun dengan melakukan investasi. Perusahaan yang melakukan ekspansi dan investasi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat berdampak pada rendahnya tingkat pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi generasi maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen. Mengacu pada teori tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: *Family generation* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

***Family Member* dan Kebijakan Dividen**

Family member adalah jumlah anggota keluarga yang terlibat dalam manajemen perusahaan sebagai dewan komisaris dan direksi perusahaan. Dalam keterlibatan manajemen, anggota keluarga yang bertindak sebagai dewan direksi berwenang dan bertanggung jawab memimpin perusahaan dengan menerbitkan kebijakan-kebijakan perusahaan; memilih, menetapkan, mengawasi tugas dari karyawan dan kepala bagian (manajer); menyetujui anggaran tahunan perusahaan; dan menyampaikan laporan kepada pemegang saham atas kinerja perusahaan. Sementara itu, dewan komisaris bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi dalam mengelola dan menjalankan bisnis serta pengambilan keputusan strategis perusahaan. Dalam penelitian ini, *family member* diukur dengan menghitung jumlah anggota keluarga yang ada dalam susunan dewan direksi dan komisaris.

Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai sumber pendapatan. Oleh karena itu, semakin tinggi jumlah *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen yang dituntut karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov dan Weisskopf, 2015). Dengan demikian, *family member* berhubungan positif terhadap kebijakan dividen.

Selain itu, terdapat dua teori yang bisa digunakan untuk menjelaskan hubungan antar kepemilikan keluarga dan kebijakan dividen. Gomes (2000) menunjukkan bahwa pemegang saham besar dapat memilih untuk membangun reputasi dalam memuaskan kepentingan pemegang saham minoritas. Dalam model yang dibangunnya, *blockholders* akan berkomitmen untuk tidak mengambil alih pemegang saham minoritas bahkan jika mereka tidak memiliki perlindungan dengan mekanisme tata kelola yang efektif. Dalam konteks perusahaan keluarga, efek ini dapat mengambil dua kondisi. Pertama, perusahaan mungkin dimiliki oleh satu atau beberapa anggota keluarga, dan CEO luar harus menemukan keseimbangan yang tepat, pada saat yang sama manajer harus memenuhi kepentingan anggota keluarga pemilik dan kebutuhan pribadi tanpa bertentangan antara keduanya. Dalam studi empiris pada sebuah perusahaan, DeAngelo dan DeAngelo (2000) menjelaskan fenomena ini. The manajemen yang berasal dari luar perusahaan milik keluarga akan menyesuaikan kebijakan-kebijakan yang diambilnya, terutama kebijakan dividen, sesuai dengan preferensi distribusi kas dari pemegang saham pengendali. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer perusahaan menyesuaikan kebijakan pay-out mereka untuk menyenangkan anggota keluarga dengan harapan untuk mengurangi monitoring.

Kedua, dalam pengaturan yang lebih umum di mana anggota keluarga juga aktif terlibat dalam perusahaan sebagai manajer atau dewan direksi, manajer perusahaan mungkin mencoba untuk membayar dividen lebih tinggi untuk pemegang saham minoritas untuk menjaga mereka puas. keluarga akan membangun reputasi untuk memperlakukan mereka dengan baik dengan membayar dividen yang lebih tinggi, yang akan membatasi penyalahgunaan kelebihan kas yang tersisa. *Reputaton building behavior* ini juga didukung oleh model substitusi La Porta et al. (2000), yang menyatakan bahwa orang cenderung membayar dividen lebih tinggi ketika mereka merencanakan untuk penerbitan ekuitas di masa mendatang. Karena perusahaan keluarga cenderung memiliki tata kelola yang lebih lemah dari perusahaan lain karena mekanisme internal governance tidak efektif, investor mungkin enggan untuk membeli ekuitas baru dari perusahaan-perusahaan ini. Dividen yang lebih tinggi digunakan sebagai pengganti mekanisme pemerintahan yang kurang baik. Sehingga, dalam kedua kasus tersebut kesediaan untuk membangun reputasi yang baik dengan perusahaan keluarga membawa mereka untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar.

H3: *Family member* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Data dan Model Analisis

Penelitian ini menggunakan data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 sampai 2014 dengan kriteria yaitu perusahaan termasuk perusahaan keluarga yaitu

minimal kepemilikan keluarga sebesar 25%, sesuai dengan keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004, serta memiliki laporan keuangan yang lengkap. Data laporan tahunan dan keuangan diperoleh dari website masing-masing perusahaan dan wall street journal. Perusahaan manufaktur dipilih karena masing-masing sektor usaha memiliki tantangan dan karakteristik yang beragam, sehingga untuk menghindari bias sektoral penelitian ini menggunakan hanya satu sektor industry dalam analisisnya. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 96 observasi yang akan dianalisis menggunakan teknik regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FS_{i,t} + \beta_2 FG_{i,t} + \beta_3 FM_{i,t} + \beta_4 TOBINSQ_{i,t} + \beta_5 ROIC_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + e_i \quad (1)$$

Di mana:

DPR	= <i>dividend payout ratio</i>
FS	= <i>family ownership</i>
Fgi,t	= <i>family generation</i>
FM	= <i>family member</i>
TOBINSQ	= <i>tobin's q</i>
ROIC	= <i>return on invested capital</i>
LEV	= <i>leverage perusahaan</i>
SIZE	= <i>ukuran perusahaan</i>
GROWTH	= <i>pertumbuhan penjualan</i>

Tabel 1. Jenis dan Pengukuran Variabel

Variabel	Rumus Perhitungan
Kebijakan Dividen(DPR)	$\frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$
Family Ownership(FS)	$\frac{\sum \text{jumlah kepemilikan saham keluarga}}{\sum \text{total saham yang beredar}}$
Family Generation (FG)	Family generation diukur dengan variabel dummy, bernilai 1 untuk perusahaan keluarga yang dipimpin oleh generasi penerus (<i>descendant-controlled</i>), bernilai 0 untuk perusahaan keluarga yang dipimpin oleh generasi pertama (<i>founder-controlled</i>).
Family Member (FM)	Family member diukur dengan menghitung jumlah anggota keluarga yang ada dalam susunan dewan direksi dan komisaris
Tobin's Q	$\frac{(\text{Equity Market Value} + \text{Total Debt})}{\text{Total Asset}}$
Return on Invested Capital (ROIC)	$\frac{\text{Operating Income} (1 - \text{taxrate})}{\text{Book Value of Invested Capital}}$
Ukuran Perusahaan(SIZE)	$\ln(\text{Total Assets})$
Leverage (LEV)	$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$
Pertumbuhan Penjualan(GROWTH)	$(\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}) / \text{Sales}_{t-1}$

Dalam penelitian ini digunakan lima variabel kontrol yaitu Tobins Q yang mengukur potensi pertumbuhan perusahaan, ROIC adalah variabel yang mengukur tingkat profitabilitas perusahaan, Leverage mengukur struktur modal perusahaan, sedangkan size mengukur ukuran perusahaan dan *growth* adalah pertumbuhan penjualan di masa lalu. Kelima variabel tersebut sangat berhubungan erat dengan kebijakan dividen baik secara teoritis maupun empiris. Pada Tabel 1 diuraikan secara ringkas tentang perhitungan variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Hasil Penelitian

Tabel 2 menyajikan hasil statistic deskriptif dari seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Sampel yang memenuhi criteria *purposive* sampling berjumlah 96 yang terdiri dari 20 perusahaan antara tahun 2010 sampai 2014.

Tabel 2. Deskripsi Statistik Variabel Penelitian 2010-2014 (n = 96)

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	0,0000	0,5952	0,192634	0,1969461
FS	0,2556	0,9900	0,617810	0,1687644
FM	0	6	2,86	1,335
TOBINSQ	0,3683	4,9061	1,547366	1,0034774
ROIC	-0,3580	0,4209	0,124666	0,1244447
SIZE	25,3343	32,0863	28,098536	1,7352538
LEV	0,0431	13,0479	1,237265	1,8361181
GROWTH	-0,4686	3,4811	0,173495	0,3739465

Berdasarkan Tabel 2, dapat diketahui bahwa perusahaan keluarga pada sektor manufaktur di Indonesia rata-rata memiliki dividend payout ratio (DPR) sebesar 0,192634 atau 19,26% selama periode 2010-2014. Nilai maksimal DPR yang mampu dihasilkan perusahaan keluarga dalam sektor manufaktur adalah sebesar 0,5952 atau 59,52%. DPR yang paling rendah dihasilkan adalah sebesar 0,0000 karena ada beberapa perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Kepemilikan saham oleh keluarga yang dihitung dengan variabel *family ownership* (FS) memiliki nilai minimum 0,2556 atau 25,56% dan nilai maksimum sebesar 0,9900 atau 99,00%. Perusahaan keluarga pada sektor manufaktur di Indonesia rata-rata memiliki kepemilikan saham oleh keluarga (*family ownership*) sebesar 0,617810 atau sekitar 61,68% selama periode 2011-2014. Sementara itu, variabel *family generation* (FG) menunjukkan generasi keluarga yang memimpin perusahaan. Variabel ini menggunakan skala nominal berupa variabel dummy 1 dan 0. Nilai modus variabel *family generation* pada penelitian ini adalah 0 yang menunjukkan banyaknya perusahaan keluarga dalam sektor manufaktur di Indonesia selama periode 2010-2014 yang masih dipimpin oleh generasi pertama atau pendiri perusahaan. Perusahaan keluarga pada sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai dewan komisaris dan direksi perusahaan yang dijelaskan oleh variabel *family member* (FM) sebesar 2,86. Nilai FM maksimal pada sampel penelitian ini adalah sebesar 6 dan nilai minimal sebesar 0.

Selanjutnya, sesuai dengan prosedur analisis regresi linear beganda di mana untuk dapat dikatakan valid model harus memenuhi beberapa kriteria asumsi klasik. Hasil uji grafik normal P-Plot dalam penelitian ini menunjukkan bahwa data residual menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Disamping itu, normalitas dapat juga dipastikan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Berdasarkan tabel hasil perhitungan diperoleh nilai *Kolmogorov Smirnov* sebesar 0,801 dengan tingkat signifikansi 0,542. Nilai signifikansi ini lebih besar dari 0,05 yang berarti hipotesis null bahwa data terdistribusi normal tidak dapat ditolak. Untuk melihat adanya gejala multikolinearitas digunakan indikator variance inflation factors (VIF). Hasil penelitian menunjukkan semua nilai *tolerance* lebih dari 0.1 dan nilai *VIF* tidak ada yang lebih dari 10, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas.

Hasil uji heteroskedastisitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa data penelitian menyebar secara acak dan tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 dan sumbu Y. Titik-titik data tidak mengumpul dan tidak membentuk pola khusus. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi gejala homoskedastisitas. Pada tabel Durbin Watson diperoleh nilai *du* sebesar 1,8764 sehingga rentang bebas autokorelasi adalah 1,8764 sampai dengan (4-du) 2,1236. Berdasarkan uji

Durbin-Watson, regresi menunjukkan nilai 1,990 yang berarti nilai Durbin Watson masih pada rentang daerah bebas autokorelasi.

Analisis Regresi

Tabel 3 menampilkan hasil regresi berdasarkan model analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Panel 1 menyajikan hasil output regresi pada model yang hanya menggunakan variabel utama, sedangkan Panel 2 menampilkan hasil output uji regresi dengan melibatkan seluruh variabel baik variabel utama dan variabel kontrol untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan. Secara umum kedua model regresi tersebut menunjukkan hasil yang konsisten, pembahasan lebih detail tentang pengaruh masing-masing variabel dibahas pada sub bab berikutnya.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi

Variabel Independen	Panel 1		Panel 2	
	Koefisien	t	Koefisien	t
FS	0,339***	3,008	0,240**	2,628
FG	0,098**	2,456	-0,018	-0,516
FM	0,031**	2,084	0,025**	2,121
<i>Variabel kontrol</i>				
TOBINSQ			-0,009	-0,450
ROIC			0,332	2,246
SIZE			0,068***	5,901
LEV			-0,005	-0,597
GROWTH			-0,017	-0,415
R Square	0,390		0,509	
Adj R Square	0,152		0,464	
F	5,501(0,002)		11,266 (0,000)	
DW	2,387		1,990	

Catatan: Jumlah sampel data pooled (n) = 96, variabel dependen adalah *dividend payout ratio* (DPR) *, **, *** menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 90%, 95% dan 99% secara berurutan.

Pengaruh *family ownership* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 3 yang telah dilakukan, variabel *family ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa ketika *family ownership* atau kepemilikan keluarga dalam suatu perusahaan tinggi, maka *dividend payout ratio* akan cenderung meningkat. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa *family ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, di mana menurut teori keagenan hasil penelitian ini juga tidak mendukung teori keagenan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Isakov dan Weisskopf (2015), Schmid et al. (2010), Chen (2005), dan Setia-Atmaja et al. (2009) yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan keluarga yang diukur dengan *family ownership*, maka akan semakin tinggi pula kebijakan dividen perusahaan. Tingginya *dividend payout ratio* di perusahaan keluarga dapat dipengaruhi oleh adanya motif kebutuhan pendapatan (*income needs hypothesis*). Keluarga sebagai pemegang saham pengendali memiliki dana dalam jumlah yang signifikan yang ditanamkan dalam perusahaan dan mereka tidak dapat menjual saham untuk mendiversifikasi kekayaannya ataupun untuk konsumsi karena keluarga ingin tetap memiliki kontrol terhadap perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, keluarga dapat menggunakan kebijakan dividen perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pendapatan (*income needs*) mereka (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Hasil ini juga dapat dijelaskan menggunakan konsep *reputation-building behavior* yang dikembangkan salah satunya oleh Gomes (2000). Menurut konsep ini pemegang saham pengendali yang dalam konteks ini dimiliki oleh keluarga sengaja membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi untuk memperlakukan pemegang saham minoritas secara baik sehingga akan menurunkan tensi kontrolnya terhadap mayoritas. Selain itu, motivasi dalam membangun reputasi baik dengan membayar dividen tinggi ini juga mungkin dilakukan jika perusahaan berencana menerbitkan tambahan ekuitas di masa mendatang. Karena perusahaan keluarga identik dengan tatakelola yang relative buruk maka dividen yang tinggi diharapkan dapat mengkompensasi kelemahan tatakelola tersebut.

Pengaruh *family generation* terhadap kebijakan dividen

Koefisien regresi dari variabel *family generation* sebesar -0,0476 dengan nilai signifikansi 0,591 menunjukkan bahwa *family generation* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hubungan *family generation* dengan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh *life cycle theory*. *Life cycle theory* menjelaskan bahwa ada empat fase dalam siklus hidup suatu perusahaan, yaitu dimulai dari fase pengenalan (*introduction/pioneering*), pertumbuhan (*growth/expansion*), kematangan (*mature/harvest*), dan fase penurunan (*decline*). Perusahaan keluarga pada generasi pertama ada pada fase pengenalan yaitu sebuah tahap awal perusahaan dalam memperkenalkan produknya kepada konsumen. Sementara itu, perusahaan keluarga pada generasi penerus memasuki fase pertumbuhan yaitu perusahaan masih dalam taraf membangun dengan melakukan investasi. Perusahaan yang melakukan ekspansi dan investasi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat berdampak pada rendahnya tingkat pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi generasi maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen.

Pengaruh *family member* terhadap kebijakan dividen

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa hubungan jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai eksekutif perusahaan (*family member*) terhadap *dividend payout ratio* adalah positif signifikan. Dapat diartikan jika semakin banyak jumlah anggota keluarga yang ada dalam perusahaan maka cenderung akan meningkatkan tingkat pembayaran dividen. Hal ini mendukung hasil penelitian dari Isakov dan Weisskopf (2015).

Semakin banyak jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai eksekutif perusahaan, maka semakin banyak pula kebutuhan pendapatan mereka. Menurut teori *income needs*, keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai pendapatan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi jumlah *family member*, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen karena semakin banyak anggota keluarga yang harus ditanggung (Isakov dan Weisskopf, 2015).

Perusahaan yang dimiliki oleh satu atau beberapa anggota keluarga, maka CEO yang berasal dari luar maupun dalam harus menemukan keseimbangan yang tepat, pada saat yang sama manajer harus memenuhi kepentingan anggota keluarga pemilik dan kebutuhan pribadi tanpa bertentangan antara keduanya. DeAngelo dan DeAngelo (2000) menjelaskan semakin banyak anggota keluarga yang terlibat dalam perusahaan maka, akan mendorong pengelola menyesuaikan kebijakan-kebijakan yang diambilnya, terutama kebijakan dividen, sesuai dengan preferensi distribusi kas dari pemegang saham pengendali. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer perusahaan menyesuaikan kebijakan *pay-out* mereka untuk menyenangkan anggota keluarga dengan harapan untuk menguangi monitoring.

Pengaruh *variable kontrol* terhadap kebijakan dividen

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa Tobin's Q berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan dengan nilai Tobin's Q yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi karena nilai aset perusahaan yang dinilai oleh pasar lebih tinggi dari nilai aset yang sesungguhnya. Perusahaan yang melakukan ekspansi membutuhkan dana yang besar sehingga dapat mengurangi *cash flow*

perusahaan dan berdampak pada rendahnya tingkat dividen yang dibagikan pada pemegang saham, begitu pula sebaliknya. Di sisi lain, mengingat seluruh sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan keluarga, pihak keluarga sebagai pemegang saham pengendali menggantungkan dividen sebagai pendapatan sehingga pada beberapa perusahaan menuntut tingkat dividen yang tinggi, sebagaimana dijelaskan dalam teori *income needs*. Hal ini memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi dari variabel *return on invested capital* (ROIC) sebesar 0,332 dengan nilai signifikansi 0,027 menunjukkan bahwa ROIC berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini sesuai dengan hipotesis penelitian yang menyebutkan bahwa ROIC berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi ROIC maka semakin tinggi pula laba yang dihasilkan perusahaan atas modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi tingkat keuntungan perusahaan, maka semakin besar dana yang tersedia untuk pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Isakov dan Weisskopf (2015).

Koefisien regresi dari variabel ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,068 dengan nilai signifikansi 0,000 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Perusahaan besar memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sehingga dapat mengurangi ketergantungan mereka pada dana internal, dengan demikian mereka dapat menawarkan dividen yang lebih tinggi. Selain itu, perusahaan yang berukuran besar biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang relatif rendah, sehingga tidak banyak membutuhkan dana untuk ekspansi. Hal tersebut menyebabkan perusahaan memiliki lebih banyak dana internal yang dapat digunakan untuk membayar dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setia-Atmaja et al., (2009) dan Schmid (2010).

Koefisien regresi dari variabel *leverage* sebesar -0,005 dengan nilai signifikansi 0,552 menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Semakin tinggi *leverage*, maka perusahaan cenderung untuk membayar dividennya lebih rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan secara eksternal. Sehingga, semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya dan menyebabkan semakin rendah dividen yang akan dibagikan. Di sisi lain, pada beberapa perusahaan penggunaan *leverage* pada tingkat yang optimal dapat menguntungkan perusahaan dalam bentuk manfaat pajak yaitu pengurangan beban pajak sehingga laba bersih per saham atau *earning per share* (EPS) menjadi lebih tinggi. Semakin tinggi EPS maka semakin tinggi juga kemungkinan pembayaran dividen. Hal ini memberikan pengaruh tidak signifikan pada hubungan *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi dari variabel pertumbuhan penjualan sebesar -0,017 dengan nilai signifikansi 0,679 menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian Setia-Atmaja et al., (2009) dan Gill et al., (2010) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Salah satu alasan yang mempengaruhi hasil tersebut adalah perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki peluang investasi yang tinggi sehingga memerlukan kebutuhan dana yang besar. Untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut, manajemen akan cenderung menahan labanya sebagai sumber dana internal dan menurunkan kebijakan dividennya. Di sisi lain, pertumbuhan penjualan yang tinggi mencerminkan pendapatan yang meningkat sehingga dapat meningkatkan tingkat pembayaran dividen. Hal ini memberikan pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *family ownership*, *family generation*, dan *family member* dari sebuah perusahaan keluarga terhadap kebijakan dividen perusahaan tersebut. Dengan menggunakan sampel dari perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia dan dianalisis menggunakan teknik regresi diperoleh hasil bahwa *family ownership* berpengaruh positif

terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi persentase kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen. Sementara itu, *family generation* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. *Family member* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi jumlah anggota keluarga yang menjabat sebagai eksekutif perusahaan, maka semakin tinggi tingkat pembayaran dividen. Variabel kontrol yang digunakan adalah tobin's Q tidak berpengaruh, *return on invested capital* (ROIC) berpengaruh positif, ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif, *leverage* (LEV) tidak berpengaruh, dan pertumbuhan penjualan (GROWTH) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian selanjutnya dapat melihat dimensi keluarga secara lebih luas dari aspek yang lain baik dari aspek kepemilikan maupun dari aspek manajerial. Selain itu penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan sampel yang lebih luas pada berbagai sector sehingga dapat dilihat ada tidaknya pola yang sama antar sector industri.

Daftar Pustaka

- Anderson, Ronald C., dan Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 3.
- Andres, Christian. (2008). Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 431-445.
- Attig, Najah. Boubakri, N. El Ghouli, S and Guedhami, O. (2015). The Global Financial Crisis, Family Control, and Dividend Policy. *Financial Management. Volume 45, Issue 2* 291-313.
- Barton, Sidney L., Hill, Ned C. and Sundaram, S. (1989). An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure. *Financial Management*. Vol. 18, No. 1 (Spring, 1989), pp. 36-44.
- Bertrand, Marianne, dan Schoar, Antoinette. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 2, pp. 73-96.
- Bhaumik, S. K., Driffield, N., & Pal, S. (2010). Does ownership structure of emerging market firms affect their outward FDI? The case of Indian automotive and pharmaceutical sectors. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 437-450.
- Brigham dan Houston. (2004). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi Kesepuluh, Buku kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Claessens, S. S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., Wong, A. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp. 431-449.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. *J. Financ. Econ.* 56, 153-207.
- De Angelo, H., DeAngelo, L, Skinner, D. (2009). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, Nos. 2, 95-287.
- Deitiana, Tita. (2011). Pengaruh Rasio Keuangan, Pertumbuhan Penjualan dan Dividen terhadap Harga Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, Hlm. 57 – 66.
- Gill, A., Bigger N. and Tibrewala. (2010). Determinants of dividend payout ratios; Evidence from United States. *The open Business Journal*, Vol. 6 No.3, 08-14.
- Gomes, A., (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *J. Financ.* 55, 615-646.

- Isakov, Dusan, dan Weisskopf, Jean-Philippe. (2015). Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 33, pp. 330-344.
- Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76, 323–329.
- Jensen, Michael C., dan Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *J. Financ.* 55, 1–33.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655–720.
- Pindado, J., Requejo, I., de la Torre, C. (2012). Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone. *Corporate Governance International Review*, Vol. 20(5), 413-431.
- Sciascia, S., & Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21, 331-345.
- Schmid, T., Ampenberger, M., Kaserer, C., Achleitner, A.-K., (2010). Controlling shareholders and payout policy: do founding families have a special taste for dividends? *CEFS Working Paper* No. 2010-1.
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., Skully, M. (2009). The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7) & (8), 863–898.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Interen dan Faktor Eksteren terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9, No. 1.
- Sudana, Made. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Susanto, A.B., Wijanarko, H., Susanto, P., Mertosono, S. (2007). *The Jakarta Consulting Group on Family Business*. Jakarta: The Jakarta Consulting Group.
- Yoshikawa, T., Rasheed, A.A. (2010). Family control and ownership monitoring in family-controlled firms in Japan. *J. Manag. Stud.* 47, 274–295.