



## ***Cash holdings, struktur modal, dan ekspropriasi: political connection dan efektivitas dewan komisaris sebagai moderator***

Christella Gabriel Purwanto<sup>1</sup>, Hendra Wijaya<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya, Jl. Dinoyo 42-44, Surabaya, Indonesia.

### **Abstract**

One aspect of the agency theory suggests that controlling shareholders exploit firm's resources for personal benefits and thus, expropriate minority shareholders. Politically-connected controlling shareholders tend to have stronger influence and control over firms. They believe the political connection that they possess may provide them a stronger and more secure position which allow them to expropriate minority shareholders. This study aims to examine and analyze the influence of cash holdings and capital structure on expropriation. Furthermore, it aims to determine the moderating impact of political connection and board of commissioners' effectiveness toward the relationship between cash holdings and capital structure on expropriation. A multiple linear regression with moderation analysis has been applied to examine these relationships. Samples were selected through the purposive sampling method which derived a total of 71 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2017 to 2019. The study shows that both cash holdings and capital structure have no impact on expropriation. Political connection weakens the impact of cash holdings on expropriation, but has no impact on the relationship of capital structure on expropriation. Meanwhile, board of commissioners' effectiveness has no impact neither toward the relationship between cash holdings nor capital structure on expropriation.

**Keywords:** Expropriation; Cash Holdings; Capital Structure; Political Connection; Board of Commissioners' Effectiveness

### **Abstrak**

Salah satu aspek teori keagenan mengatakan bahwa pemegang saham mayoritas memanfaatkan sumber daya perusahaan untuk memperoleh keuntungan pribadi yang mengekspropriasi pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas yang terkoneksi politik cenderung memiliki pengaruh dan kontrol terhadap perusahaan yang lebih kuat. Koneksi tersebut membuat mereka merasa berada di posisi yang lebih kuat dan aman, sehingga koneksi tersebut dapat dimanfaatkan untuk mengekspropriasi pemegang saham minoritas. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan *cash holdings* dan struktur modal terhadap praktik ekspropriasi serta mengetahui peran moderasi *political connection* dan efektivitas dewan komisaris terhadap pengaruh *cash holdings* dan struktur modal terhadap praktik ekspropriasi. Penelitian ini menggunakan model regresi linear berganda dengan moderasi. Penelitian berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2017-2019. Sampel berjumlah 71 perusahaan yang dipilih dengan metode *purposive sampling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *cash holdings* dan struktur modal tidak berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi. *Political connection* memperlemah pengaruh *cash holdings* terhadap praktik ekspropriasi, namun tidak mempengaruhi efek struktur modal terhadap praktik ekspropriasi. Efektivitas dewan komisaris tidak mempengaruhi efek *cash holdings* dan struktur modal terhadap praktik ekspropriasi.

**Kata Kunci:** Praktik Ekspropriasi; *Cash Holdings*; Struktur Modal; *Political Connection*; Efektivitas Dewan Komisaris

## **PENDAHULUAN**

Perbedaan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas dipercaya sebagai salah satu faktor yang melatarbelakangi munculnya konflik keagenan. Prinsip *one share one vote* menyatakan bahwa besaran hak suara pemegang saham berbanding lurus dengan jumlah kepemilikan sahamnya (Pasal 84, ayat 1, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007). Dominasi hak suara yang dimiliki memberi kendali pemegang saham mayoritas untuk mengintervensi keputusan manajemen dan menjalankan praktik-praktik yang menguntungkan mereka, meskipun praktik tersebut berdampak

negatif bagi pemegang saham minoritas (Wei & Zhang, 2008 dalam Alim *et al.*, 2020). Hal ini yang disebut sebagai praktik ekspropriasi, dimana hak kontrol yang dimiliki salah satu pihak lebih besar dari pihak lain, dan hak kontrol tersebut digunakan untuk memperoleh manfaat atau keuntungan pribadi dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens, Djankov, & Lang, 2000). Menurut Lin *et al.* (2011), pemegang saham mayoritas tidak menanggung konsekuensi finansial sepenuhnya sehingga terbentuk insentif yang kuat untuk melakukan ekspropriasi maupun aktivitas *moral hazard* lainnya. Di Indonesia, kasus ekspropriasi pernah dilakukan oleh PT Sumalindo Lestari Jaya Tbk (SULI) pada tahun 2013. SULI melakukan beberapa transaksi tanpa pemberitahuan dan persetujuan dari seluruh pemegang sahamnya. Transaksi-transaksi tersebut antara lain: (1) menjual 60% saham anak perusahaan (PT Sumalindo Hutani Jaya/SHJ) dengan harga yang terlalu murah ke PT Tjiwi Kimia; (2) membeli obligasi tanpa bunga yang diterbitkan SHJ tanpa jaminan; dan (3) direksi dan pemegang saham mayoritas SULI memiliki hubungan kekerabatan sehingga seluruh kebijakan yang diambil berorientasi pada keuntungan sepihak (Malawat, Sutrisno, & Subekti, 2018). Seluruh aktivitas dan transaksi ini menyebabkan kerugian yang tidak hanya ditanggung oleh perusahaan, tetapi juga pemegang saham minoritas.

Pihak yang dirugikan dalam praktik ekspropriasi tidak hanya perusahaan dan pemegang saham minoritas, tetapi dalam skala yang lebih besar juga dapat merugikan negara. Salah satu pemasukan terbesar negara berasal dari pajak yang disetor perusahaan. Dalam hal ini, praktik ekspropriasi yang menjurus pada *transfer pricing* akan menyebabkan kerugian yang besar bagi negara, seperti yang dilakukan oleh perusahaan Bakrie Group (BG) di tahun 2010. BG melalui PT Kaltim Prima Coal (KPC) menjual batu bara kepada PT Indocoal Resource Limited (IRL) yang berada di Caymand Island. Prosedur penjualan yang dilakukan KPC tidak disasarkan langsung kepada konsumen, namun dilakukan melalui IRL. KPC menjual batu bara ke IRL dengan harga di bawah harga pasar, sehingga menyebabkan keuntungan KPC terus mengalami penurunan. Batu bara tersebut dijual kembali oleh IRL sesuai harga pasar kepada konsumen, sehingga menguntungkan pihak IRL. Transaksi antar dua anak perusahaan ini tentunya berdampak pada kerugian yang diderita oleh pemegang saham minoritas KPC, sedangkan BG sebagai pemegang saham mayoritas merasa diuntungkan karena kerugian KPC mampu ditutup dengan keuntungan yang diraup pihak IRL. Skema *transfer pricing* yang dilakukan untuk menghindari pembayaran pajak dengan mentransfer keuntungan dari Indonesia ke Caymand Island (*tax haven country*) ini menyumbang kerugian bagi Indonesia karena menyebabkan berkurangnya pendapatan negara melalui pajak.

De Cesari (2012) dan Chiou, Chen, & Huang (2010) menyatakan bahwa kas menjadi objek yang paling disukai untuk memfasilitasi praktik ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham mayoritas. Mereka akan berusaha untuk mempertahankan kendali atas aset perusahaan dengan memegang kas surplus. Persentase kas dalam perusahaan akan dipastikan selalu tinggi, sehingga akan lebih mudah untuk mengambil keuntungan pribadi dari akun tersebut (Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 2006). Kas sebagai aset yang paling likuid menyebabkan sangat mudah untuk dieksploitasi. Ketersediaan kas berlebih yang seharusnya ditujukan untuk investasi kembali dan mengembangkan perusahaan, justru dapat memperlebar akses pemegang saham mayoritas untuk melakukan ekspropriasi. Kas kemudian diinvestasikan pada entitas lain di tempat yang pemegang saham mayoritas juga memegang kepemilikan di sana (Zhao *et al.*, 2015) atau digunakan untuk membeli saham perusahaan dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar (Wu, Rui, & Wu, 2011). Dengan demikian, hipotesis yang dirumuskan adalah:

H<sub>1</sub>: *Cash holdings* berpengaruh positif terhadap praktik ekspropriasi.

Pemegang saham mayoritas akan berusaha memaksimalkan kekayaan yang bisa didapatkan melalui aset perusahaan dengan memanfaatkan hak kontrolnya. Untuk mencapai tujuan tersebut, pemegang saham mayoritas memengaruhi pengambilan keputusan terkait sumber permodalan perusahaan (Zhang, 2011). Alim *et al.* (2020) menyebutkan bahwa perusahaan yang memilih sumber pendanaan dari hutang cenderung berperilaku yang mengarah pada praktik ekspropriasi. Hutang tidak digunakan untuk memberikan kontribusi pada nilai perusahaan, tetapi digunakan untuk mengamankan keuntungan pemegang saham mayoritas dengan mengorbankan pemegang saham minoritas. Selain itu, *debt financing* dianggap sebagai alternatif terbaik bagi pemegang saham untuk mencegah hak kontrolnya berkurang akibat dilusi saham. Jika aktivitas perusahaan telah cukup dibiayai melalui hutang, perusahaan tidak perlu lagi menerbitkan ekuitas ke pasar modal. Dengan demikian, kepemilikan pemegang saham mayoritas terhindar dari risiko terdilusi. Paligorova & Xu (2012) menemukan bahwa pembiayaan hutang hanya ditujukan untuk membangun kekayaan pribadi dan tidak ada kegunaan lain darinya. Hal ini dikuatkan oleh pengujian yang dilakukan Alim *et al.* (2020) dan Bai, Lin, Wang, & Wu (2013) yang menyimpulkan bahwa adanya hutang yang lebih banyak dalam struktur modal menjadi indikasi terjadinya praktik ekspropriasi oleh pemegang saham mayoritas, sehingga hipotesis penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub>: Struktur modal berpengaruh positif terhadap praktik ekspropriasi.

Hidayati & Diyanty (2018) mengatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi memiliki motivasi untuk menjalin koneksi politik untuk memperkuat dirinya. Pernyataan ini sejalan dengan teori keagenan dimana investasi dalam aktivitas politik yang dilakukan agen bertujuan untuk mengejar keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepentingan prinsipal (Gama *et al.*, 2019). Apriyani, Ika, & Sarnowo (2019) menyatakan bahwa perusahaan di Indonesia mempunyai kecenderungan untuk mencari dan memanfaatkan peluang bisnis dalam menyusun strategi bersaing, salah satunya melalui koneksi politik. Ketika pengendali perusahaan memiliki koneksi politik maka pengaruh dan kontrolnya terhadap perusahaan akan semakin menguat. Kedekatan pemegang saham mayoritas dengan politisi membuat mereka merasa berada di posisi yang kuat dan aman, sehingga mereka memanfaatkan koneksi tersebut untuk bertindak oportunistik. Hubungan politis yang dijalin berfungsi sebagai mekanisme jaminan yang melindungi mereka saat berhadapan dengan konflik atau peristiwa ekstrim (Amara & Khlif, 2020). Koneksi politik juga membantu pemegang saham mayoritas terhindar dari kemungkinan terkena hukuman dari praktik ekspropriasi (Hidayati & Diyanty, 2018). Dengan demikian, terbentuk suatu insentif kuat yang mendorong pemegang saham mayoritas untuk lebih berani mengambil risiko dengan melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Penelitian Muttakin *et al.* (2015) mengungkapkan bahwa hubungan dengan dunia politik membuat pemegang saham mayoritas semakin memiliki *power* yang kuat untuk mempengaruhi keputusan dan kebijakan manajemen. Terdapat besar kemungkinan bahwa kebijakan dan keputusan manajemen yang diambil hanya bertujuan untuk pemaksimalan kekayaan pemegang saham mayoritas sehingga terjadi ekspropriasi. Dengan demikian, kami merumuskan hipotesis:

H<sub>3</sub>: *Political connection* memperkuat pengaruh positif *cash holdings* terhadap praktik ekspropriasi.

H<sub>4</sub>: *Political connection* memperkuat pengaruh positif struktur modal terhadap praktik ekspropriasi.

Tata kelola yang diterapkan dengan maksimal akan menjaga dan memperhatikan kepentingan para *stakeholders*. Aspek penting dari keberhasilan penerapan tata kelola perusahaan adalah efektivitas dewan komisaris dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya. Dewan komisaris sebagai salah satu mekanisme pengendalian internal dalam tata kelola perusahaan diharapkan bisa mengurangi konflik keagenan. Dewan komisaris bisa membatasi dan secara efektif mengendalikan tindakan berisiko yang diambil oleh manajer maupun pemegang saham mayoritas yang bisa merugikan pihak lain. Hasil penelitian Masripah, Diyanty, & Fitriyani (2016) mengungkapkan bahwa peran dewan komisaris yang efektif dapat mengurangi konflik keagenan dengan membatasi dan memantau manajemen atau pemegang saham mayoritas yang bertindak untuk kepentingannya sendiri. Dewan komisaris akan memantau, membatasi, dan melakukan kendali secara efektif atas tindakan ekspropriasi pemegang saham mayoritas sehingga mempersulit serta mencegah eksploitasi terhadap aset perusahaan melalui kebijakan *cash holdings* dan struktur modal. Dengan demikian, hipotesis yang dirumuskan adalah:

H<sub>5</sub>: Efektivitas dewan komisaris memperlemah pengaruh positif *cash holdings* terhadap praktik ekspropriasi.

H<sub>6</sub>: Efektivitas dewan komisaris memperlemah pengaruh positif struktur modal terhadap praktik ekspropriasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris dan memberi analisis mengenai pengaruh *cash holdings* dan struktur modal terhadap praktik ekspropriasi. Penambahan *political connection* serta efektivitas dewan komisaris sebagai variabel pemoderasi dimaksudkan untuk menjembatani hasil yang tidak konsisten dari penelitian terdahulu. Terbatasnya literatur yang tersedia, ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu, dan pengalaman masa lalu dimana praktik ekspropriasi menjadi salah satu penyebab krisis keuangan global di tahun 1997-1998 (Sari & Baridwan, 2014) menjadikan topik ini menarik untuk diteliti. Indonesia merupakan kasus yang menarik untuk diteliti dengan mempertimbangkan isu-isu yang ada, seperti transaksi pihak berelasi dan kapitalisme yang buruk. Ditambah lagi dengan status Indonesia sebagai negara berkembang yang memiliki karakteristik perlindungan investor yang lemah, tingkat penegakan hukum yang rendah, dan struktur konglomerasi sehingga indikasi praktik ekspropriasi semakin tinggi (Khanna & Palepu, 2000; dalam Sari & Baridwan, 2014). Sebagai negara demokratis yang mengadopsi sistem pemerintahan presidensial, tingkat koneksi politik pada perusahaan-perusahaan di Indonesia tergolong cukup tinggi (Nasih *et al.*, 2020). Habib, Muhammadi, & Jiang (2017) mengungkapkan bahwa hampir 90% perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) melakukan berbagai bentuk transaksi pihak berelasi, sehingga perusahaan dengan koneksi politik berpeluang untuk terlibat dalam pengaturan transaksi pihak berelasi yang menyimpang dan mengarah pada ekspropriasi pemegang saham minoritas. Penelitian ini memilih sektor manufaktur menjadi objek penelitian karena beberapa kasus ekspropriasi sebelumnya lebih sering ditemukan pada sektor manufaktur dan melibatkan lebih banyak pihak seperti anak

perusahaan, pemasok, pemegang saham, ataupun pihak-pihak lain yang terkait. Selain itu, terdapat kecenderungan perusahaan mengekspropriasi pemegang saham minoritas melalui transaksi pihak berelasi dengan menaikkan atau menurunkan harga pasar sehingga mempengaruhi pendapatan perusahaan dan merugikan pemegang saham minoritas (Aviyanti & Kaluge, 2019).

## METODE

Jenis penelitian kuantitatif ini memiliki variable dependen berupa Praktik Ekspropriasi (EKS). EKS didefinisikan sebagai ketidakseimbangan kepemilikan hak kontrol dimana satu pihak memiliki hak yang lebih besar dibandingkan pihak lainnya, dan hak kontrol tersebut digunakan untuk memperoleh manfaat/keuntungan pribadi dengan distribusi kekayaan dari pihak lain (Claessens *et al.*, 2000). Variabel ini diukur dengan (Aviyanti & Kaluge, 2019):

$$EKS = \log (\text{penjualan pihak berelasi})$$

Variabel independent dalam penelitian ini adalah:

*Cash Holdings* (CH) yaitu uang tunai yang berada di tangan dan biasanya dipergunakan untuk investasi kembali ke dalam sejumlah aset lain serta untuk pembagian *return* ke pemegang saham. CH diukur melalui (Alim *et al.*, 2020):

$$CH = \frac{\text{kas dan setara kas}}{\text{aset bersih}}$$

Struktur modal (DER) merupakan salah satu kebijakan finansial yang penting karena banyak keputusan perusahaan lainnya bergantung pada kebijakan ini. Modal dapat diperoleh dari internal maupun eksternal perusahaan. Modal internal didapat melalui laba ditahan yang terkumpul dari hasil aktivitas operasional perusahaan. Sementara modal eksternal berasal dari modal pemilik dan pinjaman/hutang (Sianipar, 2017). DER diukur melalui (Alim *et al.*, 2020):

$$DER = \frac{\text{total liabilitas}}{\text{total ekuitas}}$$

Adapun variabel moderasi dalam penelitian ini adalah:

1. *Political Connection* (PC) yakni strategi non pasar untuk membentuk lingkungan operasi perusahaan dan memberikan manfaat bagi perusahaan (Amara & Khelif, 2020). Kriteria yang digunakan mengacu pada penelitian Nasih *et al.*, (2020), yaitu:
  - a. Jika terdapat minimal 1 direksi dan/atau komisaris yang merangkap jabatan sebagai anggota parlemen pemerintah, pejabat tinggi negara (berada dalam kabinet kerja pemerintahan), pejabat lembaga negara, anggota partai politik, dan anggota kemiliteran atau kepolisian.
  - b. Jika terdapat minimal 1 direksi dan/atau komisaris yang merupakan mantan pejabat tinggi negara (politisi) dan/atau mantan anggota kemiliteran atau kepolisian.
  - c. Jika terdapat minimal 1 pemilik perusahaan atau pemegang saham mayoritas adalah politisi, pejabat pemerintah, atau mantan pejabat pemerintah.
  - d. Jika terdapat minimal 1 direksi, komisaris, dan pemilik perusahaan atau pemegang saham memiliki hubungan dekat dengan politisi/partai politik, pejabat pemerintah, dan mantan pejabat pemerintah. Untuk memberikan batasan subjektivitas, hubungan dekat yang dimaksudkan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai hubungan keluarga serta kasus dimana kerabat dekat politisi (misalnya, putra atau putri) memegang posisi tersebut.
2. Efektivitas Dewan Komisaris (BOC) dalam menjalankan tugas dan tanggung jawabnya menggambarkan sejauh mana keberhasilan penerapan tata kelola dalam perusahaan. Hal ini dikarenakan, dewan komisaris berkewajiban untuk memastikan bahwa tata kelola telah terlaksana secara maksimal dalam perusahaan (Diyanty, 2016). Perhitungan menggunakan sistem skoring dengan indikator (Saputra & Wardhani, 2017):
  - a. Aktivitas (BOCACT)
 

Indikator ini diukur melalui intensitas rapat dan tingkat kehadiran dewan komisaris. Penilaian “*good*” akan diberi skoring “3” jika intensitas rapat dewan di atas 6 kali dalam setahun dan tingkat kehadiran dewan melebihi 80%. Penilaian “*fair*” akan diberi skoring “2” jika intensitas rapat dewan antara 4-6 kali dalam satu tahun dan tingkat kehadiran dewan di antara 70-80%. Penilaian “*poor*” akan diberi skoring “1” jika intensitas rapat dewan kurang dari 4 kali dalam satu tahun dan tingkat kehadiran dewan kurang dari 70% atau informasi tidak diungkapkan

dalam laporan tahunan perusahaan.

b. Independensi (BOCIND)

Indikator ini diukur melalui proporsi komisaris independen. Penilaian “good” akan diberi skoring “3” jika proporsi komisaris independen lebih dari 50%. Penilaian “fair” akan diberi skoring “2” jika proporsi komisaris independen di antara 30-50%. Penilaian “poor” akan diberi skoring “1” jika proporsi komisaris independen kurang dari 30% atau informasi tidak diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan.

c. Kompetensi (BOCCOMP)

Indikator ini diukur melalui lamanya dewan komisaris independen menjabat. Penilaian “good” akan diberi skoring “3”, jika dewan komisaris independen menjabat kurang dari 5 tahun. Penilaian “fair” akan diberi skoring “2”, jika dewan komisaris independen telah menjabat selama 5-10 tahun. Penilaian “poor” akan diberi skoring “1”, jika dewan komisaris independen telah menjabat selama lebih dari 10 tahun atau informasi tidak diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan.

d. Size (BOCSIZE)

Indikator ini diukur melalui jumlah individu yang tergabung dalam dewan komisaris. Penilaian “good” akan diberi skoring “3”, jika jumlah dewan komisaris beranggotakan 5-10 individu. Penilaian “fair” akan diberi skoring “2”, jika jumlah dewan komisaris beranggotakan 11-15 individu. Penilaian “poor” akan diberi skoring “1”, jika jumlah dewan komisaris beranggotakan kurang dari 5 individu atau lebih dari 16 individu atau informasi tidak diungkapkan dalam laporan tahunan perusahaan.

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran dewan, independensi komisaris, dan ukuran perusahaan

1. Ukuran Dewan (BS)

Kurniawati (2016) menyatakan bahwa dalam teori agensi, besaran ukuran dewan berperan dalam menggambarkan seberapa efektif fungsi pengawasan yang dilakukan. Semakin besar ukuran dewan, maka akan semakin efektif kinerja dewan dalam upaya memajukan dan meningkatkan kinerja perusahaan. Indikator yang digunakan yaitu (Muchemwa, Padia, & Callaghan, 2016):

$$BS = \text{dewan direksi} + \text{dewan komisaris}$$

2. Independensi Komisaris (BI)

Komisaris independen adalah komisaris yang tidak berasal dari pihak terafiliasi atau tidak memiliki hubungan usaha apapun dan tidak mengenal pemegang saham mayoritas, direksi, komisaris, dan perusahaan itu sendiri secara pribadi, sehingga kemampuan, tindakan dan keputusannya dibuat secara independen, objektif, dan hanya bertujuan demi kepentingan perusahaan. Pengukuran variabel ini adalah (Buchdadi, Hadistira, & Kurnianti, 2019):

$$BI = \frac{\text{jumlah komisaris independen}}{\text{total jumlah dewan komisaris}}$$

3. Ukuran Perusahaan (SIZE)

Ukuran perusahaan mencerminkan besar kecilnya suatu perusahaan yang kemudian diklasifikasikan menjadi berbagai jenis, yaitu perusahaan besar, menengah, kecil, dan mikro. Variabel ini diukur melalui (Fakhriyyah, Purnomosidhi, & Subekti 2017):

$$SIZE = \log(\text{total aset})$$

Penelitian ini menggunakan data berasal dari laporan tahunan perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI periode 2017-2019 dan informasi mengenai koneksi politik. Metode pengumpulan data secara dokumentasi dengan menghimpun laporan tahunan perusahaan yang diperoleh dari situs resmi BEI yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Informasi mengenai koneksi politik diperoleh melalui laporan tahunan atau informasi publik dari internet. Informasi yang didapatkan dari internet merupakan latar belakang dari dewan komisaris dan dewan direksi sehingga dapat menentukan terkoneksi politik atau tidak. Sampel dipilih secara *purposive sampling* dengan kriteria: (1) Perusahaan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap dan telah diaudit selama tahun 2017-2019; (2) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang rupiah; dan (3) Perusahaan mengungkapkan jumlah transaksi penjualan pihak berelasi selama tahun 2017-2019. Analisis data dilakukan menggunakan model regresi linear berganda dengan moderasi.

Tabel 1. Koefisien Determinasi, Uji Statistik F, dan Uji Hipotesis

Variabel	Uji statistik t			Hipotesis
	B	t	Sig.	
Konstanta	6,295	2,638	0,009	
CH	-2,462	-0,571	0,569	H <sub>1</sub> ditolak
DER	-1,209	-1,714	0,089	H <sub>2</sub> ditolak
PC	0,176	0,387	0,700	-
BOC	-0,246	-1,764	0,080	-
CH*PC	-4,439	-2,755	0,007	H <sub>3</sub> ditolak
CH*BOC	0,596	1,132	0,260	H <sub>4</sub> ditolak
DER*PC	0,099	0,324	0,747	H <sub>5</sub> ditolak
DER*BOC	0,125	1,674	0,096	H <sub>6</sub> ditolak
BS	0,143	4,067	0,000	-
BI	-2,606	-1,775	0,078	-
SIZE	0,530	2,550	0,012	-
<i>Adjusted R Square</i>				0,396
F				10,402
Sig. F				0,000

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Pengaruh *Cash Holdings* terhadap Praktik Ekspropriasi

Hasil pengujian pada Tabel 1 menunjukkan bahwa *cash holdings* (CH) tidak berpengaruh terhadap praktik ekspropriasi (EKS), sehingga H<sub>1</sub> ditolak. Hasil ini tidak sejalan dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas akan lebih mementingkan kepentingannya sendiri dalam menggunakan *cash holdings* perusahaan dan menyebabkan terjadinya kerugian pada pemegang saham minoritas. Hal ini karena berdasarkan data yang diteliti, rata-rata tingkat ketersediaan kas terhadap aset bersih perusahaan cenderung rendah sehingga dapat dikatakan bahwa *cash holdings* tidak mendominasi aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur umumnya memanfaatkan kas untuk membiayai aktivitas operasional, seperti untuk melakukan pembelian bahan baku, pengeluaran terkait aktivitas administrasi dan operasi umum, membiayai aktivitas pemasaran, pembayaran gaji, pembayaran bunga, dan juga pembayaran pajak usaha. Hal ini menyebabkan tidak tertimbunnya atau tidak berlebihnya ketersediaan kas dalam perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan bukan memanfaatkan *cash holdings* untuk melakukan tindakan oportunistik, melainkan digunakan untuk mendanai aktivitas operasional perusahaan. Fadlli & Khairunnisa (2020) menyampaikan bahwa perusahaan menyediakan *cash holdings* untuk membiayai aktivitas operasional, pembayaran hutang, dan pembayaran dividen. Kondisi tersebut dikarenakan kas yang tersedia sudah dialokasikan ke aktivitas bisnis perusahaan, maka praktik ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas tidak dilakukan dengan mengeksploitasi penggunaan *cash holdings* (Putri & Budiasih, 2018). Pernyataan ini didukung oleh Fachrorozi, Sinarwati, & Purnamawati (2017) yang mengungkapkan bahwa perusahaan memiliki *cash holdings* sebagai modal pengelolaan aset-aset perusahaan sehingga dapat menghasilkan keuntungan bagi perusahaan dan bagi para pemangku kepentingan.

### Pengaruh Struktur Modal terhadap Praktik Ekspropriasi

Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur modal (DER) tidak mempengaruhi praktik ekspropriasi (EKS), sehingga H<sub>2</sub> tidak diterima. Hal ini disebabkan karena perusahaan di Indonesia didominasi oleh perusahaan keluarga, dimana perusahaan keluarga lebih mengutamakan pengembangan bisnis agar dapat terus bertahan lama sehingga dapat diwariskan kepada keturunan mereka. Berdasarkan survei *The Indonesian Family Business* yang dilakukan oleh *Pricewaterhouse Coopers* pada tahun 2014, terdapat lebih dari 95% bisnis yang ada di Indonesia berbentuk *family-*

*owned* dengan tingkat pertumbuhan selama 12 bulan terakhir mencapai 83% dan 65% secara global (Santos *et al.*, 2020). Tujuan utama perusahaan keluarga adalah untuk diwariskan ke keturunan maka hutang yang diambil dipergunakan untuk memperbanyak kekayaan perusahaan dengan berinvestasi pada area-area yang menguntungkan.

Zheng (2013) mengungkapkan bahwa perusahaan yang berhutang harus membayar bunga hutang beserta angsurannya secara berkala ke pihak kreditur sehingga harus berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi. Claessens *et al.* (2000) mengemukakan bahwa kepemilikan saham di Indonesia didominasi oleh salah satu pemegang saham yang menunjukkan adanya kepemilikan terkonsentrasi. Pada kepemilikan terkonsentrasi, perusahaan juga dapat menggunakan hutang untuk membangun kerajaan bisnis (Paligorova & Xu, 2012). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia tidak menggunakan hutang untuk mekanisme pengendalian atau membangun kerajaan bisnis. Hal tersebut ditunjukkan pada rata-rata tingkat hutang sebesar 86,55% dan rata-rata *cash holdings* sebesar 14,96%, yang menunjukkan bahwa perusahaan membutuhkan hutang untuk mendanai aktivitas operasional dan investasinya dan tidak digunakan untuk ekspropriasi. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan teori keagenan, sekaligus menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang tinggi tidak digunakan oleh pemegang saham mayoritas untuk melakukan ekspropriasi pada pemegang saham minoritas. Oleh karena itu, hutang tidak mempengaruhi terjadinya praktik ekspropriasi.

### **Pengaruh *Cash Holdings* terhadap Praktik Ekspropriasi dengan *Political Connection* sebagai Moderasi**

Hasil analisis menunjukkan bahwa  $H_3$  ditolak karena *political connection* memoderasi negatif pengaruh *cash holdings* (CH\*PC) terhadap praktik ekspropriasi (EKS). Rasa tanggung jawab terhadap gelar dan jabatan politis yang diemban membuat para politisi yang tergabung dalam jajaran dewan direksi ataupun komisaris perusahaan cenderung menghindari konflik. Hal ini sejalan dengan pernyataan Widodo & Fanani (2020) yang mengaitkan argumen ini dengan teori keagenan, dimana dewan direksi dan komisaris yang memiliki latar belakang politik mampu menjadi sebuah mekanisme pengendalian yang dapat meningkatkan kepercayaan para pemangku kepentingan. Oleh karena itu, keberadaan koneksi politik akan memperbaiki dan meminimalisasi konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas, manajemen, dan pemegang saham minoritas. Salah satunya adalah dengan mencegah pengambilan keputusan yang tidak memberikan keuntungan secara merata ke semua pihak. Benmelech & Frydman (2014) menemukan bahwa direksi dan komisaris yang berlatar belakang politik lebih konservatif dalam mengambil keputusan, sehingga sangat sedikit kasus kecurangan atau praktik *moral hazard* lain terjadi. Koneksi politik dapat dikatakan menjadi penghalang tindakan oportunistik yang dilakukan pemegang saham mayoritas melalui penyalahgunaan hak kontrol, seperti mengeksploitasi penggunaan *cash holdings* perusahaan untuk tujuan pribadi. Dengan demikian, koneksi politik dapat berfungsi sebagai mekanisme pengendalian pemegang saham minoritas dari risiko ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas (Battaa, Herediab, & Weidenmier, 2014).

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Praktik Ekspropriasi dengan *Political Connection* sebagai Moderasi**

Hasil pengujian pada penelitian ini membuktikan bahwa *political connection* tidak memperkuat ataupun memperlemah pengaruh struktur modal (DER\*PC) terhadap praktik ekspropriasi (EKS), sehingga  $H_5$  ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menggunakan hutang untuk membiaya aktivitas operasional dan investasinya dan tidak digunakan sebagai mekanisme pengendalian (Zheng, 2013) ataupun untuk membangun kerajaan bisnis (Paligorova & Xu, 2012). Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa keberadaan koneksi politik tidak memoderasi pengaruh struktur modal terhadap ekspropriasi. Hal tersebut menunjukkan bahwa keberadaan koneksi politik tidak digunakan untuk membangun kerajaan bisnis yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Namun, koneksi politik dapat membantu perusahaan untuk mendapatkan kemudahan pendanaan untuk pengembangan bisnisnya. Hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Boubakri, Cosset, & Saffar (2012) yang menemukan bahwa perusahaan yang terkoneksi politik memiliki *leverage* yang lebih tinggi yang mengindikasikan adanya kemudahan akses dalam pendanaan eksternal. Wahab *et al.* (2017) menyebutkan bahwa terdapat beberapa karakteristik istimewa yang meningkatkan peran koneksi politik di Asia. Perekonomian Asia dicirikan oleh sistem berbasis hubungan yang melahirkan kedekatan antara bank, politisi, pemerintah, dan pemangku kepentingan lainnya.

Tabel 2. Analisa Skor BOC per Kriteria

Skor	BOCACT	BOCIND	BOCCOMP	BOCSIZE
1	36	4	23	84
2	83	150	56	0
3	40	5	80	75
N	159	159	159	159
Rerata	2,03	2,01	2,36	1,94

### Pengaruh *Cash Holdings* terhadap Praktik Ekspropriasi dengan Efektivitas Dewan Komisaris sebagai Moderasi

Hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan yang ditimbulkan oleh efektivitas dewan komisaris dalam memoderasi pengaruh *cash holdings* ( $BOC*CH$ ) terhadap praktik ekspropriasi (EKS). Dengan demikian, perumusan hipotesis keempat ( $H_4$ ) tidak diterima. Berdasarkan sampel perusahaan yang diteliti, peran dewan komisaris tidak terlalu berdampak atau belum maksimal. Hal ini disebabkan karena beberapa hal yang akan dijabarkan lebih lanjut dalam Tabel 2.

Dari Tabel 2 dapat diketahui persebaran perusahaan berdasarkan perolehan skor BOC. Pada kriteria BOCACT, perusahaan yang mendapat skor 2 (*fair*) yaitu berjumlah 83 dari total 159 perusahaan. Kriteria BOCIND didominasi oleh skor 2 (*fair*) dengan jumlah 150 dari total 159 perusahaan. Kriteria BOCCOMP yang memperoleh skor 3 (*good*) sebanyak 80 dari total 159. Pada kriteria BOCSIZE, jumlah perusahaan yang mendapat skor 1 (*poor*) adalah sebanyak 84 dari total 159 perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa secara umum rata-rata perolehan skor tidak cukup baik, terlebih pada kriteria BOCACT, BOCIND, dan BOCSIZE.

Hasil penelitian ini mendukung teori keagenan. Konflik keagenan terjadi ketika dewan komisaris perusahaan sebagai bagian dari tata kelola perusahaan tidak dapat mengurangi adanya ekspropriasi pada perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa efektivitas dewan komisaris belum maksimal dilihat dari aktivitas, independensi, kompetensi, dan jumlah dewan komisaris. Belum maksimalnya hal tersebut membuat dewan komisaris yang ada tidak dapat mengurangi adanya praktik ekspropriasi pada perusahaan. Hal ini juga didukung oleh penelitian Diyanty (2016) yang menunjukkan bahwa efektivitas dewan komisaris dalam menjalankan fungsi pengawasan belum dapat dipastikan mampu menurunkan konflik keagenan antar pemegang saham. Hal ini dikarenakan belum adanya peraturan atau kode etik praktik tata kelola perusahaan yang secara eksplisit menyebutkan bahwa kewajiban dewan komisaris adalah termasuk mengembangkan indikator kinerja ataupun memiliki hak memberikan persetujuannya atas kebijakan transaksi tertentu yang akan diambil perusahaan.

Murhadi (2009) mengemukakan bahwa terdapat sistem kekerabatan antara dewan komisaris dan dewan direksi di Indonesia karena banyak perusahaan di Indonesia yang merupakan perusahaan keluarga. Hal tersebut juga menunjukkan bahwa dewan komisaris yang ada di Indonesia tidak dapat menjalankan tugasnya secara efektif karena dewan direksi merupakan anggota keluarganya. Selain itu, perolehan suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan didominasi oleh pemegang saham mayoritas karena kepemilikannya yang tertinggi dibanding pemegang saham lainnya, sehingga pengangkatan direksi maupun dewan komisaris pun sebagian besar merupakan kehendak pemegang saham mayoritas (Sardjono, Nadadap, & Nainggolan, 2021). Oleh karena itu, kemampuan dewan komisaris dalam mengawasi tindakan pengendali perusahaan menjadi terbatas.

### Pengaruh Struktur Modal terhadap Praktik Ekspropriasi dengan Efektivitas Dewan Komisaris sebagai Moderasi

Penelitian ini tidak menemukan adanya signifikansi dari efektivitas dewan komisaris dalam meminimalisasi pengaruh struktur modal ( $DER*BOC$ ) terhadap praktik ekspropriasi (EKS), sehingga  $H_6$  ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori keagenan dan menunjukkan bahwa keberadaan dewan komisaris sebagai bagian dari tata kelola perusahaan tidak dapat mengurangi ekspropriasi yang ada pada perusahaan. Berdasarkan Tabel 2, efektivitas dewan komisaris yang ada pada perusahaan di Indonesia belum maksimal sehingga tidak berdampak pada turunnya praktik ekspropriasi pada perusahaan di Indonesia.

Selain itu, Diyanty (2016) dalam penelitiannya menyatakan bahwa dewan komisaris masih berada di bawah kendali pemegang saham mayoritas, karena pengangkatan dan pemberhentian dewan komisaris dilakukan berdasarkan keputusan RUPS. Dalam POJK Nomor 33/POJK.04/2014 pasal 26

tertulis secara jelas bahwa RUPS memegang kendali dalam mengatur penunjukkan, pengangkatan, sekaligus pemberhentian dewan komisaris dari jabatannya. Murhadi (2009) juga mengemukakan bahwa dewan komisaris pada perusahaan di Indonesia masih memiliki hubungan keluarga dengan dewan direksinya. Hal tersebut menunjukkan bahwa fungsi pengawasan yang dilakukan tidak dapat berjalan efektif dan tidak berpengaruh pada praktik ekspropriasi pada perusahaan di Indonesia.

## SIMPULAN

Penelitian ini menguji dan menganalisis pengaruh *cash holdings* dan struktur modal terhadap praktik ekspropriasi dengan koneksi politik dan efektivitas dewan komisaris sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian ini menemukan bahwa *cash holdings* dan struktur modal tidak berpengaruh pada praktik ekspropriasi yang ada perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia tidak menggunakan kas dan struktur modal untuk praktik ekspropriasi, tetapi untuk mendanai aktivitas operasi dan investasinya. Koneksi politik memoderasi negatif pengaruh *cash holdings* terhadap praktik ekspropriasi, tetapi tidak memoderasi pengaruh struktur modal terhadap praktik ekspropriasi. Hal tersebut menunjukkan bahwa koneksi politik dapat menjadi mekanisme pengendalian perusahaan dalam menggunakan kas untuk mendanai pengembangan bisnis. Koneksi politik ini tidak digunakan untuk praktik ekspropriasi yang merugikan pemegang saham minoritas, tetapi untuk mendapatkan kemudahan akses dalam hal pendanaan. Penelitian ini juga menemukan bahwa efektivitas dewan komisaris pada perusahaan di Indonesia belum maksimal sehingga tidak dapat memoderasi pengaruh *cash holdings* dan struktur modal terhadap praktik ekspropriasi. Penelitian ini memiliki keterbatasan karena hanya berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2016-2018 sehingga hasil dari penelitian ini kurang memberi gambaran kondisi pada sektor lainnya. Selain itu, pengukuran praktik ekspropriasi hanya berfokus pada transaksi penjualan antar pihak berelasi, sehingga kurang memberi gambaran apakah variabel independen dalam penelitian mampu mempengaruhi dan meminimalisasi praktik ekspropriasi jika diukur melalui transaksi pihak berelasi pada akun lainnya. Sampel yang diteliti dalam penelitian ini juga tidak membedakan antara perusahaan keluarga dengan perusahaan non-keluarga, sehingga tidak dapat menyajikan perbedaan hasil uji keduanya. Implikasi dari penelitian ini adalah investor dapat mempertimbangkan perusahaan yang memiliki koneksi politik. Hal tersebut disebabkan karena koneksi politik dapat menurunkan praktik ekspropriasi pada perusahaan dalam menggunakan dananya untuk mendanai pengembangan bisnisnya.

## DAFTAR RUJUKAN

- Alim, W., Kaleem, M., Abbas, S., & Khan, D. (2020). Do Capital Structure and Cash Holding Expropriate Minority Shareholders: A Case of Non-Financial Concentrated Firms in Pakistan. *Journal of Financial Crime*, 27(4), 1289-1305. doi:10.1108/JFC-03-2020-0033.
- Amara, I., & Khlif, H. (2020). A Review of The Influence of Political Connections on Management's Decision in Non-US Settings. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(4), 687-705. doi:10.1108/JFRA-03-2020-0075.
- Apriyani, Ika, S. R., & Sarnowo, H. (2019). Pengaruh Koneksi Politik dan Corporate Governance terhadap Manajemen Laba. *ISEI Economic Review*, 2(1), 8-15. doi:10.36217/ier.v3i1.76.
- Aviyanti, R. D., & Kaluge, D. (2019). Dapatkah Institutional Ownership, Good Corporate Governance, dan Kebijakan Dividen Mereduksi Indikasi Praktik Ekspropriasi? Bukti pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Ekonomi*, 4(1), 32-45. doi:10.29407/jae.v4i1.12633.
- Bai, Y., Lin, B., Wang, Y., & Wu, L. (2013). Corporate Ownership, Debt, and Expropriation: Evidence from China. *China Journal of Accounting Studies*, 1(1), 13-31. doi:10.1080/21697221.2013.781771.
- Benmelech, E. & Frydman, C. (2014). Military CEOs. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 43-59. doi:10.1016/j.jfineco.2014.04.009.
- Battaa, G., Herediab, R. S., & Weidenmier, M. (2014). Political Connections and Accounting Quality under High Expropriation Risk. *European Accounting Review*, 23(4), 485-517. doi:10.1080/09638180.2014.906316.

- Boubakri, N., Cosset, J., & Saffar, W. (2012). The Impact of Political Connections on Firms' Operating Performance and Financing Decisions. *The Journal of Financial Research*, 35(3), 397-423. doi:10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x.
- Buchdadi, A. D., Hadistira, V., & Kurnianti, D. (2019). Pengaruh Board Size, Board Independence, dan Ownership Structure terhadap Kebijakan Dividen pada Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2012-2016. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 10(1), 167-185. doi:10.21009/JRMSI.010.1.08.
- Chiou, J., Chen, Y., & Huang, T. (2010). Assets Expropriation via Cash Dividends: Free Cash Flow or Tunneling. *China Journal of Accounting Research*, 3, 71-93. doi:10.1016/S1755-3091(13)60020-9.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112. doi:10.1016/S0304-405X(00)00067-2.
- De Cesari, A. (2012). Expropriation of Minority Shareholders and Payout Policy. *The British Accounting Review*, 44(4), 207-220. doi:10.1016/j.bar.2012.09.002.
- Diyanty, V. (2016). Does The Pyramidal Ownership Mechanism Negatively Affect the Firm's Performance?. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 19(2), 205-218. doi:10.14414/jebav.v19i2.467.
- Fachrorozi, Sinarwati, N. K., & Purnamawati, I. G. A. (2017). Pengaruh Cash Holding, Harga Saham Perusahaan, dan Earning Per Share terhadap Income Smoothing (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *E-Journal SI Ak Universitas Pendidikan Ganesha*, 7(1), 1-12. doi:10.23887/jimat.v7i1.9313.
- Fadlli, M. E., & Khairunnisa. (2020). The Effect of Cash Holding, Firm Size, and Financial Leverage to Earning Management in State-Owned Enterprises (SOEs). *Journal of Accounting Auditing and Business*, 3(1), 91-101. doi:10.24198/jaab.v3i1.25462.
- Fakhriyyah, D. D., Purnomosidhi, B., & Subekti, I. (2017). Pengaruh Tata Kelola terhadap Praktik Ekspropriasi dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 7(3), 465-483.
- Gama, M., Galilea, G., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2019). With other People's Money: Campaign Financing as an Agency Problem. *Journal of General Management*, 45(1), 40-49. doi:10.1177/0306307019861814.
- Habib, A., Muhammadi, A. H., & Jiang, H. (2017). Political Connections and Related Party Transactions: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting*, 52(1), 45-63. doi:10.1016/j.intacc.2017.01.004.
- Hidayati, W., & Diyanty, V. (2018). Pengaruh Moderasi Koneksi Politik terhadap Kepemilikan Keluarga dan Agresivitas Pajak. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 22(1), 46-60. doi:10.20885/jaai.vol22.iss1.art5.
- Lin, C., Ma, Y., Malesta, P., & Xuan, Y. (2011). Corporate Ownership Structure and Bank Loan Syndicate Structure. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 1-22. doi: 10.1016/j.jfineco.2011.10.006.
- Malawat, F., & Subekti, I. (2018). Pengaruh Pyramid of Structure dan Pengungkapan Transaksi Pihak Berelasi terhadap Tindakan Ekspropriasi: Dimoderasi oleh Tata Kelola Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing*, 15(1), 109-90. doi:10.26460/AD.V2I2.2576.
- Masripah, Diyanty, V., & Fitriyari, D. (2016). Controlling Shareholder and Tax Avoidance: Family Ownership and Corporate Governance. *International Research Journal of Business Studies*, 8(3), 167-180. doi:10.21632/irjbs.8.3.167-180.
- Muchemwa, M. R., Padia, N., & Callaghan, C. W. (2016). Board Composition, Board Size, and Financial Performance of Johannesburg Stock Exchange Companies. *South African Journal of Economics and Management Sciences*, 19(4), 497-513. doi: 10.17159/2222-3436/2016/v19n4a3.

- Murhadi, W. R. (2009). Studi Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Praktik Earnings Management pada Perusahaan Terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(1), 1-10. doi:10.9744/jmk.11.1.pp.%201-10.
- Muttakin, M. B., Monem, R., Khan, A., & Subramaniam, N. (2015). Family Firms, Firm Performance, and Political Connections: Evidence from Bangladesh. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(3), 215-230. doi:10.1016/j.jcae.2015.09.001.
- Nasih, M., Al-Cholili, A. S., Harymawan, I., Haider, I., & Rahayu, N. K. (2020). Political Connections, Overinvestment, and Governance Mechanism in Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1-22. doi:10.1080/23322039.2020.1790220.
- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex Ownership and Capital Structure. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 701-716. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.05.001.
- Pemerintah Republik Indonesia. (2007). *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas*. Jakarta: Sekretariat Negara. <https://peraturan.bpk.go.id/Home/Details/39965>, 04 Januari 2020, pukul 00:00 WIB.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance: A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751. doi:10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x.
- Putri, P. A. D. W., & Budiasih, I. G. A. N. (2018). Pengaruh Financial Leverage, Cash Holding, dan ROA pada Income Smoothing di Bursa Efek Indonesia. *EJurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 22(3), 1936-1964. doi: 10.24843/EJA.2018.v22.i03.p11.
- Santos, A., Rindra, E., Hidayat, A. A., & Adelina, Y. E. (2020). Dividend and Leverage in Indonesian Intergenerational Family Firms. *Jurnal Siasat Bisnis*, 24(1), 43-58. doi:10.20885/jsb.vol24.iss1.art4.
- Saputra, A. A. D., & Wardhani, R. (2017). Pengaruh Efektivitas Dewan Komisaris, Komite Audit, dan Kepemilikan Institusional terhadap Efisiensi Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 21(1), 24-36. doi:10.20885/jaai.vol21.iss1.art3.
- Sardjono, S., Nadadap, B., & Nainggolan, B. (2021). Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Minoritas dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas dalam Kaitannya dengan Pelaksanaan Prinsip Good Corporate Governance: Studi atas Perusahaan Penanaman Modal Asing Kerjasama Joint Venture. *Jurnal Hukum to-ra*, 7(2), 170-182. doi:10.33541/JtVol5Iss2pp102.
- Sari, R. C., & Baridwan, Z. (2014). Current Asset Tunneling and Firm Performance in an Emerging Market. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 11(2), 165-176. doi:10.21002/jaki.2014.09.
- Wahab, E., Ariff, M., Marzuki, M., & Sanusi, Z. (2017). Political Connections, Corporate Governance, and Tax Aggressiveness in Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 25(3), 424-451. doi:10.1108/ARA-05-2016-0053.
- Widodo, A., & Fanani, Z. (2020). Military Background, Political Connection, Audit Quality, and Earning Quality. *Jurnal Akuntansi*, 24(1), 84-99. doi:10.24912/ja.v24i1.658.
- Wu, W., Rui, O., & Wu, C. (2011). Trade Credit, Cash Holdings, and Financial Deepening: Evidence from a Transitional Economy. *Journal of Banking and Finance*, 36(2012), 2868-2883. doi:10.1016/j.jbankfin.2011.04.009.
- Zhang, Y.J. (2011). The Empirical Study of the Relationship between Ultimate Control and Capital Structure in Listed Companies in China. *Paper presented at the Management Science and Engineering (ICMSE), 2011 International Conference on*. doi: 10.1109/ICMSE.2011.6070073.
- Zhao, Y., Xia, X., Tang, X., Cao, W., Liu, X., & Fan, Y. (2015). Private Placements, Cash Dividends, and Interests Transfer: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms. *International Review of Economics and Finance*, 13, 107-118. doi: 10.1016/j.iref.2014.11.011.
- Zheng, M. (2013). Empirical Research of the Impact of Capital Structure on Agency Cost of Chinese Listed Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 5(10), 118-125. doi:10.5539/ijef.v5n10p118.

Halaman ini sengaja dibiarkan kosong