

# Determinan Cash Holding Sebelum Dan Selama Pandemi COVID-19

Yanti<sup>1\*</sup>, Liana Susanto<sup>2</sup>, dan Timothy Brian Kurniawan<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>, Jurusan Akuntansi Bisnis, Universitas Tarumanagara

## Email Address:

yanti@fe.untar.ac.id\*, lianas@fe.untar.ac.id, timothybk11@gmail.com

\*Corresponding author

Submitted 14-03-2023

Reviewed 03-04-2023

Revised 03-04-2023

Accepted 03-04-2023

Published 04-04-2023

**Abstract:** This study aims to analyze the effect of institutional ownership, board size, capital expenditure, net working capital, liquidity, leverage, cash flow ratio on cash holding before and during the COVID-19 pandemic, and differences in average cash holding. Based on purposive sampling, there are 85 manufacturing companies during 2019-2020. Hypothesis testing with regression analysis and Wilcoxon signed-rank test using SPSS. Research before the pandemic shows board size, leverage, and cash flow ratio have a significant effect on cash holding, Research during the pandemic shows that capital expenditure, liquidity, leverage, and cash flow ratio have a significant effect on cash holding. Study finds significant differences between average cash holding before and during the pandemic.

**Keywords:** Cash Holding, Leverage, Cash Flow Ratio, Pandemic.

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, ukuran dewan direksi, belanja modal, modal kerja bersih, likuiditas, leverage, rasio arus kas terhadap *cash holding* sebelum dan selama pandemi COVID-19, serta untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata *cash holding* sebelum dan selama pandemi COVID-19. Berdasarkan *purposive sampling*, terpilih 85 perusahaan manufaktur selama tahun 2019-2020. Pengujian hipotesis dengan analisis regresi dan uji peringkat bertanda *Wilcoxon* menggunakan SPSS. Penelitian sebelum pandemi menunjukkan hasil dimana ukuran dewan direksi, leverage, dan rasio arus kas berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Sementara itu, dalam masa pandemi ditemukan bukti empiris dimana belanja modal, likuiditas, *leverage*, dan rasio arus kas berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Penelitian ini juga menemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *cash holding* sebelum dan selama pandemi.

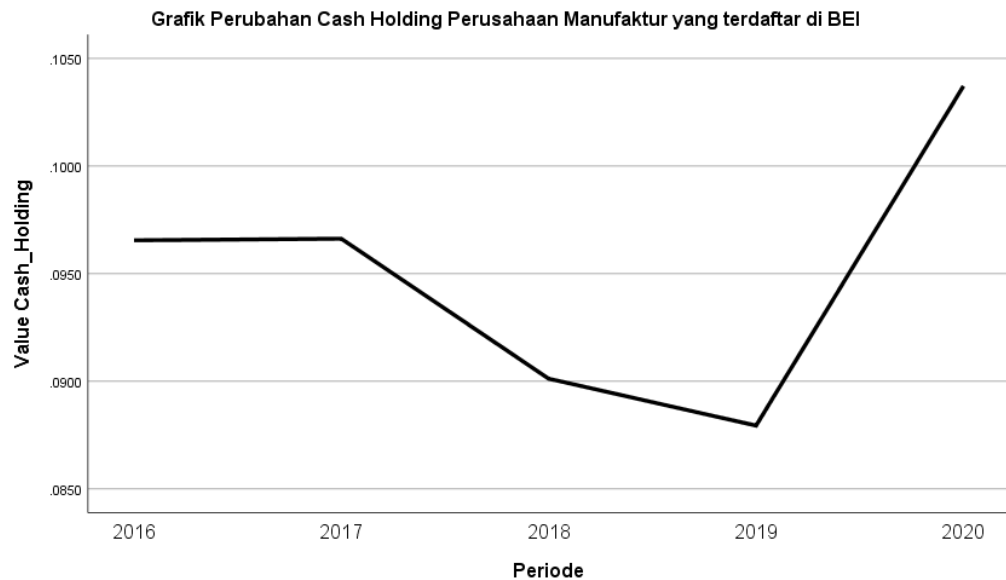
**Kata Kunci:** Penahanan Kas, Leverage, Rasio Arus Kas, Pandemi.

## PENDAHULUAN

Pada awal tahun 2020, *World Health Organization* (WHO) mengumumkan COVID-19 sebagai pandemi di seluruh dunia. COVID-19 tidak hanya menjadi masalah yang berbahaya di bidang kesehatan, namun juga berdampak pada sektor lain termasuk sektor ekonomi. (Fu & Shen, 2020) berpendapat sebagian besar bisnis mengalami penurunan kinerja selama pandemi COVID-19. Untuk menjamin kelangsungan operasional perusahaan yang sebagian besar membutuhkan ketersediaan uang tunai, maka salah satu langkah penting yang harus dilakukan oleh manajemen perusahaan adalah melakukan pengendalian kas. Pengendalian kas dapat dilakukan melalui kebijakan *cash holding* sehingga perusahaan terhindar dari defisit kas (Arfan et al., 2017). Dampak ekonomi yang diakibatkan oleh pandemi COVID-19 menyebabkan perusahaan bertindak hati-hati dan mencadangkan kas lebih banyak untuk mengurangi eksposur mereka terhadap risiko likuiditas.



Untuk memperoleh gambaran yang lebih jelas tentang dampak pandemi COVID-19 terhadap pergerakan *cash holding*, maka berikut ini ditampilkan grafik perubahan *cash holding* pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016-2020:



**Gambar 1.** Grafik Perubahan Cash Holding Selama 2016-2020

Sumber: (Suwito dan Yanti, 2022)

Dari **Gambar 1** terlihat bahwa dari tahun 2016 sampai dengan 2017, tingkat *cash holding* perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia cenderung relatif stabil. Namun pada tahun 2017, tingkat *cash holding* terus mengalami penurunan dan mencapai titik terendah yaitu pada akhir tahun 2018 atau awal tahun 2019. Setelah menurun cukup tajam sepanjang tahun 2017 sampai dengan Desember 2018, tingkat *cash holding* kembali melambung naik secara signifikan di sepanjang tahun 2019.

Penyebab dari keadaan ini dapat dijelaskan sebagai berikut. Sesuai laporan media *online* CNBC Indonesia (Wareza, 2019) yang diterbitkan pada tanggal 30 Desember 2019, kinerja IHSG sepanjang tahun 2019 menguat 1,70 persen. Kinerja IHSG ini lebih baik dari tahun sebelumnya yaitu 2018 dimana kinerja IHSG kala itu justru mengalami minus hingga 2,540 persen. Namun, kinerja IHSG tahun 2019 belum mampu melampaui kinerja IHSG tahun 2017 dan 2016 yang masih memberikan return 19,990 persen dan 15,320 persen. IHSG merupakan tolak ukur kondisi ekonomi suatu negara karena IHSG yang tinggi memberi sinyal bahwa negara tersebut sedang mengalami aliran modal yang besar atau tingkat investasi yang tinggi. Dengan modal besar tersebut, perekonomian akan bergerak dan meningkatkan pertumbuhan ekonomi maupun penerimaan negara lewat pajak yang dibayar oleh perusahaan.

Dengan menelusuri perkembangan kinerja IHSG pada tahun 2016 sampai dengan 2019, dapat disimpulkan beberapa fenomena berikut ini. Fenomena pertama, ketika keadaan ekonomi suatu negara berada dalam tingkat yang kurang baik, maka perusahaan-perusahaan cenderung memiliki tingkat *cash holding* yang rendah (sebagai contoh adalah keadaan pada tahun 2018). Fenomena kedua, berlawanan dengan kondisi pertama, ketika keadaan ekonomi suatu negara membaik, maka perusahaan-perusahaan cenderung

memiliki tingkat *cash holding* yang tinggi (sebagai contoh adalah keadaan pada tahun 2019). Bisnis yang sedang bertumbuh akan menghasilkan lebih banyak kas sehingga tingkat *cash holding* cenderung mengalami peningkatan. Sebaliknya, ketika bisnis sedang mengalami perlambatan, maka tingkat *cash holding* akan cenderung mengalami penurunan.

Tidak dapat dibantah bahwa jumlah kas yang optimal sangat diperlukan oleh pelaku usaha agar dapat terus memelihara kelancaran aktivitas operasi perusahaan. Namun demikian, masih belum ada kesepakatan tentang berapa banyak *cash* yang dibutuhkan perusahaan. Pada umumnya, cadangan *cash* yang besar dibutuhkan oleh bisnis untuk menghindari krisis keuangan, melaksanakan kebijakan investasi, dan meminimalisir biaya untuk memperoleh dana eksternal ataupun melikuidasi aset yang ada. *Cash holding* dapat menjadi dana alternatif bila perusahaan kesulitan dalam menggunakan dana eksternal, misalnya tingkat bunga obligasi tidak stabil akibat kondisi ekonomi (Chistian & Fauziah, 2017). Namun perlu diingat bahwa *cash* merupakan aset yang paling rentan terhadap penyalahgunaan dan pengalihan. Oleh sebab itu, tingkat *cash holding* yang terlalu tinggi dapat menyebabkan inefisiensi, meningkatkan risiko, dan kehilangan peluang investasi (Khan et al., 2020).

Sebelum terjadinya pandemi COVID-19, banyak penelitian terdahulu yang telah dilakukan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *cash holding* tetapi dengan hasil yang berbeda-beda atau belum konsisten. (Jebran, Chen, et al., 2019) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *cash holding*. Namun sebaliknya, (Darma et al., 2021; Senjaya dan Yadnyana, 2016; Yanti et al., 2019) menemukan dalam penelitian mereka bahwa *institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

(Chistian dan Fauziah, 2017; Jamil et al., 2016; Mengyun et al., 2021; Senjaya dan Yadnyana, 2016) melakukan penelitian tentang pengaruh *board size* terhadap *cash holding*. Mereka menemukan bahwa *board size* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Namun hasil penelitian ini bertolakbelakang dengan hasil penelitian (Yanti et al., 2019) dimana mereka menemukan bahwa *board size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

(Chireka dan Fakoya, 2017; Mesfin, 2016; Yanti et al., 2019) dalam studi mereka menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Sementara itu, hasil penelitian (Arora, 2019; Maarif et al., 2019; Sheikh et al., 2018) menyatakan bahwa *capital expenditure* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *cash holding*.

Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh (Mesfin, 2016) menemukan bahwa *net working capital* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian (Arfan et al., 2017; Arora, 2019; Chistian dan Fauziah, 2017; Maarif et al., 2019; Nainggolan dan Saragih, 2020; Sheikh et al., 2018) dimana mereka menemukan bukti empiris bahwa *net working capital* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

(Nafees et al., 2017; Rasyid et al., 2021; Shabbir et al., 2016) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh *liquidity* terhadap *cash holding*. Mereka menemukan bahwa *liquidity* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Namun temuan mereka berlawanan dengan penelitian (Maxentia et al., 2022; Mesfin, 2016) dimana mereka menemukan bahwa *liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.



Variabel *leverage* ditemukan berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* dalam studi yang dilakukan oleh (Shubita, 2019; Yongki et al., 2021). Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian (Ali et al., 2016; Arfan et al., 2017; Chireka dan Fakoya, 2017; Saputri dan Kuswardono, 2019; Shabbir et al., 2016) yang menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Adapun variabel *cash flow ratio* ditemukan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding* dalam penelitian (Shubita, 2019; Yongki et al., 2021).

Di sisi lain, penelitian tentang dampak pandemi COVID-19 terhadap *cash holding* masih sangat jarang ditemukan dikarenakan situasi pandemi yang belum lama terjadi. Oleh sebab itu, penelitian ini dipandang perlu untuk dilakukan sesuai dengan situasi terkini, apakah *institutional ownership*, *board size*, *capital expenditure*, *net working capital*, *liquidity*, *leverage*, dan *cash flow ratio* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding* dan sekaligus untuk mengetahui apakah rata-rata *cash holding* sebelum dan selama pandemi terdapat perbedaan.

## KAJIAN TEORI

**Trade-Off Theory.** *Trade-off theory* diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller pada tahun 1958 (Nainggolan dan Saragih, 2020). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan dapat menetapkan tingkat kas optimal dengan menyeimbangkan biaya marginal (*marginal value of cost*) dan manfaat marginal (*marginal value of benefit*) dari memegang kas. Biaya marginal merupakan *opportunity cost* yang berkaitan dengan *cash holding* atau kerugian perusahaan karena tidak menggunakan kas ditahan untuk berinvestasi sehingga tidak memberi keuntungan bagi perusahaan. Biaya dapat berupa pengembalian investasi jangka pendek yang hilang dikarenakan perusahaan memilih untuk menahan kas yang dimiliki untuk motif transaksi dan motif berjaga-jaga dibandingkan untuk berinvestasi menghasilkan keuntungan. Manfaat marginalnya dapat berupa pengurangan kemungkinan *financial distress*, memberi peluang pertumbuhan, dan dapat membuat kebijakan investasi optimal sehingga mengurangi peningkatan biaya pendanaan eksternal (*cost of debt*) atau likuidasi aset serta terhindar dari risiko kebangkrutan ketika keadaan ekonomi tidak pasti atau kurang baik bila kas yang dimiliki digunakan secara efektif. Bila jumlah kas yang dimiliki tidak optimal, maka perusahaan akan menghadapi biaya pendanaan yang tinggi serta mengabaikan proyek investasi yang menguntungkan perusahaan (Jamil et al., 2016).

**Pecking Order Theory.** *Pecking order theory* dikemukakan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984 (Nainggolan dan Saragih, 2020). Ia menemukan bahwa perusahaan cenderung untuk mendahulukan penggunaan dana internal dibandingkan dana eksternal. Hal ini terjadi karena pendanaan internal memiliki pembiayaan yang lebih murah dan tidak berisiko dibandingkan pendanaan eksternal yang pembiayaannya lebih mahal dan prosesnya lebih rumit seperti adanya asimetri informasi. Teori ini menyatakan adanya urutan sumber dana dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. Pertama, dana internal yaitu laba ditahan. Kedua, dana eksternal yaitu hutang, dan terakhir ekuitas. Kas dalam hal ini menjadi penyangga (*buffer*) antara laba ditahan dan keperluan investasi. Teori ini juga menyatakan bahwa tidak ada tingkat optimal kas sehingga perusahaan cenderung menyimpan sisa kas dari hasil kegiatan operasional. Hal ini dikarenakan kas dianggap sebagai hutang, namun menyarankan perlunya saldo kas dalam jumlah besar



guna membiayai kegiatan operasional perusahaan ketika terjadi krisis ekonomi (Saputri & Kuswardono, 2019).

**Agency Theory.** *Agency theory* diperkenalkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976 (Nainggolan dan Saragih, 2020). Teori ini menyatakan bahwa ketika agen (manajer) tidak bertindak demi kepentingan prinsipal (pemegang saham), melainkan untuk memenuhi kepentingan pribadinya, sehingga timbul konflik agensi (*agency conflict*). Manajer akan cenderung menahan kas lebih banyak untuk kepentingan pribadinya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham, yaitu untuk mendapatkan *return* yang tinggi. Manajer seringkali memiliki informasi lebih baik dibandingkan investor dalam hal peluang investasi seperti prospek, risiko, dan nilai perusahaan, sehingga menyebabkan terjadinya asimetri informasi, serta membiayai peluang investasi yang rendah, sehingga muncul biaya agensi, yaitu biaya pengawasan guna memastikan manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham.

**Free Cash Flow Theory.** Menurut *free cash flow theory*, manajer cenderung menahan kas untuk memperbesar jumlah aset yang dapat dikendalikan oleh mereka dan untuk mendapat kekuasaan diskresioner atas keputusan investasi perusahaan (Mesfin, 2016). *Free Cash flow* adalah kas yang diperoleh dari pengurangan dengan pembiayaan proyek dan operasi sehari-hari (Yanti et al., 2019). Pemegang saham berharap kelebihan kas akan didistribusikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Sedangkan manajemen cenderung menolak proyek-proyek yang mereka nilai terlalu berisiko dan memilih untuk berinvestasi pada proyek yang rendah risiko padahal tidak memberikan nilai tambah bagi perusahaan secara keseluruhan, sehingga mereka dapat mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadinya atau menimbulkan *agency cost*.

**Cash Holding.** *Cash holding* merupakan sejumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan dan dapat dengan mudah dikonversi menjadi kas (Wulandari dan Setiawan, 2019). Menurut (Nainggolan dan Saragih, 2020), *cash holding* adalah aset lancar berbentuk uang kartal yang disimpan dalam bentuk kas kecil maupun rekening bank dan pasar uang. Terdapat 3 tipe motif perusahaan dalam menahan kas. Pertama, untuk melakukan pembayaran atas aktivitas bisnis yang terjadi. Kedua, untuk antisipasi. Ketiga, untuk mengamankan keuntungan di masa yang akan datang.

**Institutional Ownership.** (Senjaya dan Yadnyana, 2016) menyatakan bahwa *institutional ownership* merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi atau oleh suatu badan. Institusi atau badan yang dimaksud adalah perusahaan investasi, perusahaan asuransi, bank, maupun lembaga lain yang memiliki bentuk seperti perusahaan. Berdasarkan beberapa definisi yang dikemukakan tersebut, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh suatu badan atau institusi, baik perusahaan investasi, asuransi, bank, maupun lembaga lainnya.

**Board Size.** *Board size* adalah jumlah anggota dewan direksi suatu perusahaan (Chistian dan Fauziah, 2017). Menurut (Jamil et al., 2016), dewan direksi adalah pihak yang bertanggungjawab terhadap pengelolaan kas dan masalah tata kelola perusahaan. Direksi memiliki tanggung jawab mengurus perusahaan secara efektif untuk memastikan manajer bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Berdasarkan beberapa definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa ukuran dewan direksi merupakan ukuran jumlah direksi yang memiliki tanggung jawab atas manajemen kas dan tata kelola perusahaan secara efektif agar manajer bertindak demi kepentingan pemegang saham.



**Capital Expenditure.** *Capital expenditure* adalah pengeluaran yang dilakukan perusahaan untuk memberi nilai tambah terhadap aktiva tetap yang dimiliki sehingga dapat memberikan manfaat di masa depan (Yanti et al., 2019). *Capital expenditure* merupakan pengeluaran yang jumlahnya relatif besar dibandingkan harga perolehan aset guna untuk meningkatkan pendapatan bagi perusahaan. Oleh sebab itu, pengeluaran ini harus direncanakan dengan baik oleh pihak perusahaan.

**Net Working Capital.** *Net working capital* merupakan aset lancar perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan tanpa mempengaruhi tingkat likuiditas perusahaan (Maarif et al., 2019). Menurut (Arfan et al., 2017), modal kerja bersih merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam membayar tagihan tepat waktu, dimana hal ini dinyatakan dengan selisih antara harta lancar dengan utang lancar. *Net working capital* dapat menjadi pengganti kas. Bila jumlah kas mencapai batas atas, perusahaan akan membeli surat-surat berharga dan sebaliknya bila jumlah kas mencapai batas bawah, perusahaan akan menjual surat-surat berharganya untuk mendapatkan kas. Dari beberapa definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa *net working capital* merupakan perbedaan antara aset lancar dan kewajiban lancar yang dapat digunakan sebagai pengganti kas karena sekuritasnya dapat diperjualbelikan dan digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dan membayar tagihan tepat waktu tanpa mengganggu likuiditas perusahaan.

**Liquidity.** (Davidson dan Rasyid, 2020; Kieso et al., 2018) sepakat bahwa *liquidity* adalah alat ukur untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban lancar dengan menggunakan aset likuid perusahaan.

**Leverage.** *Leverage* menggambarkan seberapa banyak perusahaan menggunakan dana pihak ketiga (utang) untuk memperoleh aset yang dimiliki (Ali et al., 2016). *Leverage* diukur dengan membandingkan antara total utang dengan total aset (Arfan et al., 2017). *Leverage* juga menjadi salah satu rasio keuangan yang dapat mendeteksi risiko yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan beberapa definisi tersebut, *leverage* adalah ukuran untuk mengetahui seberapa besar risiko perusahaan dengan melihat dari berapa banyak jumlah aset yang didanai oleh hutang atau pinjaman eksternal.

**Cash Flow Ratio.** (Chistian dan Fauziah, 2017; Sari dan Zoraya, 2021) menyatakan bahwa *cash flow* merupakan informasi mengenai arus kas masuk dan keluar pada periode tertentu yang dihasilkan dari kegiatan operasi, investasi dan pendanaan. Ketika kegiatan operasional perusahaan sedang meningkat sehingga membutuhkan arus kas keluar yang juga tinggi, maka perusahaan cenderung menahan kas untuk berjaga-jaga guna membiayai tambahan biaya operasionalnya.

**Pengembangan Hipotesis. Kaitan Institutional Ownership dan Cash Holding.** Berdasarkan *agency theory*, semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin transparan informasi keuangan perusahaan sehingga akan mengurangi masalah keagenan yaitu asimetri informasi dan manajer terpaksa mengambil keputusan demi kepentingan pemegang saham.

**Kaitan Board Size dan Cash Holding.** Dewan direksi menjalankan fungsi untuk mengawasi manajemen berhati-hati dalam berinvestasi khususnya investasi yang bersifat *high risk high return*. Ukuran dewan besar memiliki keragaman lebih besar dari konteks, modal dan keterampilan yang tinggi sehingga dapat memberi pengawasan lebih baik untuk kepentingan pemegang saham. Berdasarkan *agency theory*, pengawasan yang baik akan mengurangi tindakan manajemen memilih proyek yang tidak memiliki NPV (*Net Present Value*) positif untuk mendapat keuntungan pribadi sehingga akan mengurangi masalah

agensi dan penahanan kas dilakukan untuk kepentingan pemegang saham. Maka, semakin besar ukuran dewan direksi semakin besar kas yang ditahan perusahaan.

**Kaitan *Capital Expenditure* dan *Cash holding*.** Pada umumnya, perusahaan menggunakan uang kas ketika akan berinvestasi dalam aktiva tetap. Perusahaan dengan level *capital expenditure* yang tinggi harus menyediakan banyak kas untuk menutupi biaya ini. Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan oleh *pecking order theory*.

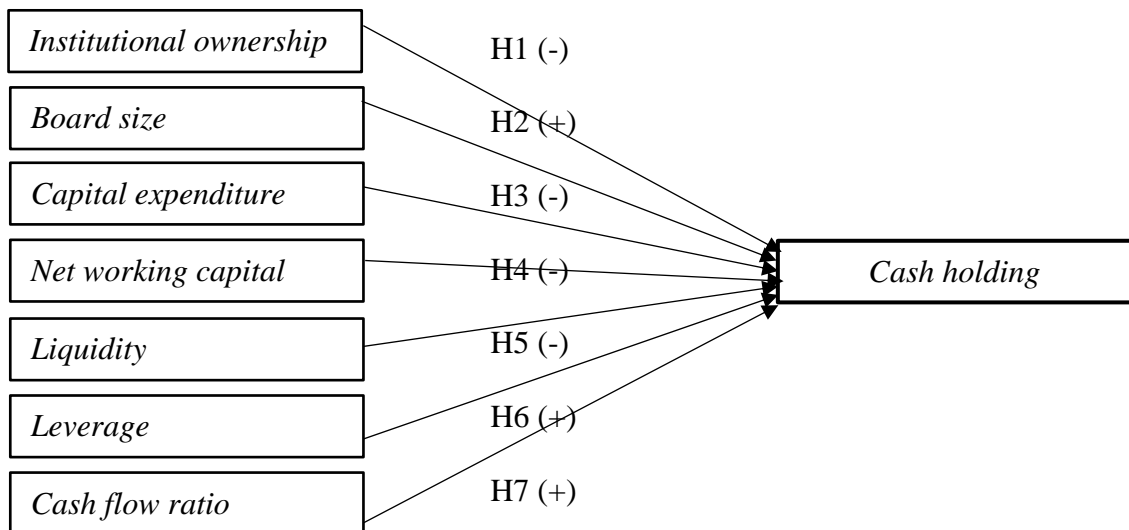
**Kaitan *Net Working Capital* dan *Cash Holding*.** Modal kerja bersih dapat menjadi pengganti kas karena dapat menopang aktivitas perusahaan tanpa harus menunggu pendapatan dari aktivitas utama. Biaya mengkonversi aset lancar non kas menjadi kas lebih murah sehingga perusahaan tidak perlu bergantung pada pasar modal ketika kekurangan kas. Berdasarkan *trade-off theory*, modal kerja bersih yang tinggi dapat mengurangi biaya transaksi untuk mengumpulkan dana eksternal karena sifat likuidnya. Oleh sebab itu perusahaan tidak perlu menumpuk kasnya untuk mempertahankan likuiditas mereka. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tingkat modal kerja bersih yang tinggi akan menurunkan tingkat *cash holding*.

**Kaitan *Liquidity* dan *Cash holding*.** Aset likuid dapat menjadi pengganti atau alternatif kas karena dapat dikonversi menjadi kas. Berdasarkan *trade-off theory*, perusahaan yang likuid mempunyai tingkat *cash holding* yang lebih rendah. Sebaliknya, apabila tingkat likuiditas perusahaan rendah maka mereka akan melakukan tindakan dengan mempertahankan kas dalam jumlah lebih besar.

**Kaitan *Leverage* dan *Cash Holding*.** Seperti yang telah banyak diteliti, bisnis yang banyak menggunakan utang rentan terhadap risiko *financial distress*. Oleh sebab itu tidak heran bahwa perusahaan yang demikian akan lebih banyak menahan kas. Maka itu, tingkat leverage tinggi perlu diimbangi tingkat *cash holding* dalam jumlah besar sehingga mengurangi risiko kesulitan keuangan perusahaan dan kesulitan mendapat kesempatan memperoleh dana eksternal di pasar modal. Hubungan *leverage* dan *cash holding* dijelaskan *pecking order theory*.

**Kaitan *Cash Flow Ratio* dan *Cash Holding*.** *Pecking order theory* menyatakan bahwa ada kecenderungan bagi perusahaan untuk mendahulukan pemakaian dana dari internal dibandingkan eksternal, dimana perusahaan cenderung menahan pendapatan perusahaan dan mengumpulkan kas untuk melakukan investasi atau untuk menghindari *financial distress*.





**Gambar 2.** Model Penelitian Untuk Regresi Berganda

Perumusan hipotesis berdasarkan model penelitian pada **Gambar 2** adalah sebagai berikut:

H1: *Institutional ownership* berdampak negatif terhadap *cash holding*.

H2: *Board size* berdampak positif terhadap *cash holding*.

H3: *Capital expenditure* berdampak negatif terhadap *cash holding*.

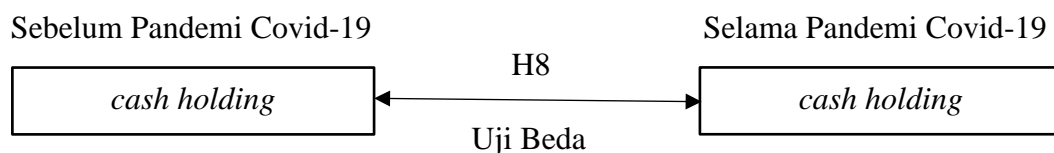
H4: *Net working capital* berdampak negatif terhadap *cash holding*.

H5: *Liquidity* berdampak negatif terhadap *cash holding*.

H6: *Leverage* berdampak positif terhadap *cash holding*.

H7: *Cash flow ratio* berdampak positif terhadap *cash holding*.

**Perbedaan *Cash holding* Sebelum dan Selama Pandemi.** Selama pandemi, kegiatan bisnis mengalami perlambatan karena diberlakukannya pembatasan sosial oleh pemerintah Indonesia. Akibatnya perusahaan mengalami penurunan pendapatan sementara mereka harus menanggung biaya-biaya yang bersifat tetap. Lebih jauh hal ini menimbulkan masalah ekonomi. Maka itu, pastinya akan timbul perbedaan signifikan jumlah *cash holding* yang dimiliki perusahaan antara sebelum pandemi dan selama pandemi COVID-19. Perusahaan dalam masa pandemi akan cenderung menyimpan kas lebih banyak dengan alasan motif berjaga-jaga. Berdasarkan uraian di atas, maka model penelitian yang ke-2 adalah sebagai berikut:



**Gambar 3.** Model Penelitian Untuk Uji Beda Sebelum dan Selama Pandemi COVID-19

Berdasarkan **Gambar 3**, maka hipotesis H8 berbunyi: terdapat perbedaan rata-rata *cash holding* sebelum dan selama pandemi COVID-19.



## METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum COVID-19, yaitu tahun 2019 dan periode masa COVID-19, yaitu tahun 2020.

Sampel penelitian ditentukan secara *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2019 sampai 2020 secara berturut-turut, (2) perusahaan manufaktur yang laporan keuangannya disajikan dengan Rupiah (IDR), (3) perusahaan manufaktur yang berakhir per 31 Desember, (4) perusahaan manufaktur yang tidak mengalami kerugian selama periode 2019 sampai 2020.

Berdasarkan kriteria tersebut, ditentukan jumlah sampel yang terpilih sebanyak 85 perusahaan dari populasi perusahaan manufaktur sebanyak 196 perusahaan selama 2 tahun periode (2019 sampai 2020) sehingga menghasilkan 170 observasi data penelitian.

Berikut ini disajikan operasionalisasi setiap variabel dalam **Tabel 1**:

**Tabel 1.** Operasionalisasi Variabel

Variabel	Ukuran	Skala	Sumber
Cash Holding	$\frac{\text{Cash} + \text{Cash Equivalents}}{\text{Total Asset}}$	Rasio	(Rasyid et al., 2021)
Institutional Ownership	$\frac{\text{jumlah lembar saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah lembar saham perusahaan yang beredar}}$	Rasio	(Yanti et al., 2019)
Board Size	Jumlah anggota dewan direksi dalam suatu perusahaan	Rasio	(Mohd et al., 2015)
Capital Expenditure	$\frac{\text{Net PPE}}{\text{Total Asset}}$	Rasio	(Yanti et al., 2019)
Net Working Capital	$\frac{\text{Current Asset} - \text{Current Liabilities}}{\text{Total Aset}}$	Rasio	(Arfan et al., 2017)
Liquidity	$\frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$	Rasio	(Kieso et al., 2018)
Leverage	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$	Rasio	(Yanti et al., 2019)
Cash Flow Ratio	$\frac{\text{Net Income} + \text{Depreciation}}{\text{Total Asset}}$	Rasio	(Mawarti et al., 2020)

Sumber: data olahan

Data sekunder dikumpulkan dan diolah menggunakan SPSS menggunakan uji regresi berganda *Wilcoxon signed-rank test*. Berikut ini adalah persamaan regresi yang terbentuk untuk model sebelum dan selama pandemi COVID-19:

$$CH = \alpha + \beta_1 IO + \beta_2 BS + \beta_3 CAPEX + \beta_4 NWC + \beta_5 CR + \beta_6 DAR + \beta_7 CFR + \varepsilon \dots (1)$$

Dimana simbol CH melambangkan *Cash holding*,  $\alpha$  adalah konstan,  $\beta_1$ - $\beta_5$  adalah koefisien regresi, IO adalah *Institutional Ownership*, BS adalah *Board Size*, CAPEX adalah *Capital Expenditure*, NWC adalah *Net Working Capital*, CR adalah *Liquidity*, DAR adalah *Leverage*, CFR adalah *Cash Flow Ratio*, dan  $\varepsilon$  adalah *error*.

## HASIL PENELITIAN

**Statistik Deskriptif. Tabel 2 dan Tabel 3** menjelaskan hasil uji statistik deskriptif sebelum pandemi dan selama pandemi COVID-19:

**Tabel 2.** Hasil Uji Statistik Deskriptif Sebelum Pandemi COVID-19

	Jumlah Data	Nilai Terendah	Nilai Tertinggi	Rata-Rata	Standar Deviasi
CH	85	0,002	0,369	0,098	0,092
IO	85	0,045	0,997	0,682	0,211
BS	85	2	11	4,870	2,131
CAPEX	85	0,001	0,744	0,385	0,182
NWC	85	-0,363	0,855	0,247	0,224
CR	85	0,411	21,704	2,937	3,120
DAR	85	0,066	1,887	0,422	0,240
CFR	85	0,009	0,641	0,114	0,100

Sumber: Hasil Pengolahan Data

*Cash Holding* (CH) memiliki jangkauan sebesar 0,367. Nilai terendah 0,002 dan nilai tertinggi sebesar 0,369. Nilai rata-rata sebesar 0,098. Nilai standar deviasi sebesar 0,092 dan varians sebesar 0,009.

**Tabel 3.** Hasil Uji Statistik Deskriptif Selama Pandemi COVID-19

	Jumlah Data	Nilai Terendah	Nilai Tertinggi	Rata-Rata	Standar Deviasi
CH	85	0,000	0,568	0,118	0,118
IO	85	0,142	0,997	0,707	0,185
BS	85	2	10	4,790	1,965
CAPEX	85	0,001	0,781	0,379	0,189
NWC	85	-0,220	0,994	0,247	0,213
CR	85	0,660	303,281	8,568	39,368
DAR	85	0,003	0,769	0,401	0,182
CFR	85	0,012	0,630	0,101	0,089

Sumber: Hasil Pengolahan Data

*Cash Holding* (CH) memiliki jangkauan sebesar 0,568. Nilai terendah sebesar 0,000 dan tertinggi sebesar 0,568. Nilai rata-rata sebesar 0,118. Nilai standar deviasi sebesar 0,118 dan varians sebesar 0,014.

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model regresi penelitian ini telah memenuhi seluruh pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

**Analisis Regresi Linear Berganda. Tabel 4** merupakan hasil analisis regresi berganda untuk model penelitian pertama:

**Tabel 4.** Hasil Analisis Regresi Berganda Sebelum Pandemi COVID-19

	Koefisien	Nilai t	Angka signifikansi
Konstanta	0,096	1,422	0,159
IO	-0,021	-0,539	0,592
BS	0,008	2,056	0,043
CAPEX	-0,088	-1,295	0,199
NWC	0,072	1,014	0,314
CR	0,004	1,205	0,232
DAR	-0,111	-2,168	0,033
CFR	0,228	2,603	0,011

Sumber: Hasil Pengolahan Data

 Berdasarkan **Tabel 4**, maka bentuk persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$CH = 0.096 - 0.021IO + 0.008BS - 0.088CAPEX + 0.072NWC + 0.004CR - 0.111DAR + 0.228CFR \dots\dots\dots (2)$$

**Tabel 5** di bawah ini menunjukkan hasil analisis regresi berganda untuk model penelitian kedua:

**Tabel 5.** Hasil Analisis Regresi Berganda Selama Pandemi COVID-19

	Koefisien	Nilai t	Angka signifikansi
Konstanta	0,159	1,663	0,100
IO	0,080	1,420	0,160
BS	0,005	0,894	0,374
CAPEX	-0,219	-2,727	0,008
NWC	0,126	1,368	0,175
CR	-0,001	-2,342	0,022
DAR	-0,220	-2,526	0,014
CFR	0,253	2,179	0,032

Sumber: Hasil Pengolahan Data

 Dari **Tabel 5** maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$CH = 0.159 + 0.080IO + 0.005BS - 0.219CAPEX + 0.126NWC - 0.001CR - 0.220DAR + 0.253CFR \dots\dots\dots (3)$$

**Uji Koefisien Determinasi Berganda.** Hasil uji koefisien determinasi berganda sebelum pandemi COVID-19 (tahun 2019) menunjukkan *Adjusted R-squared* sebesar 0,329. Artinya, 32,900 persen variasi *cash holding* dapat dijelaskan oleh variasi dari ketujuh variabel independen yang diteliti, sedangkan sisanya sebesar 67,100 persen dijelaskan oleh faktor-faktor variabel-variabel lain yang ada diluar penelitian atau tidak diteliti dalam penelitian ini. Sedangkan hasil uji koefisien determinasi berganda selama pandemi COVID-19 (tahun 2020) menunjukkan *Adjusted R-squared* sebesar 0,379. Artinya, 37,900 persen variasi *cash holding* dapat dijelaskan oleh variasi dari ketujuh variabel independen yang diteliti, sedangkan sisanya sebesar 62,100 persen dijelaskan oleh faktor-faktor variabel-variabel lain yang ada diluar penelitian atau tidak diteliti dalam penelitian ini.



**Uji Koefisien Korelasi Berganda (Uji R).** Hasil uji koefisien korelasi berganda sebelum pandemi COVID-19 (tahun 2019) menunjukkan hasil uji koefisien korelasi berganda adalah sebesar 0,620 dimana nilai tersebut di atas 0,500 (0,620 lebih dari 0,500). Hal ini menunjukkan adanya hubungan yang cukup erat antara variabel yang diteliti atau terjadi korelasi yang cukup kuat. Sedangkan Hasil uji koefisien korelasi berganda selama pandemi COVID-19 (tahun 2020) menunjukkan hasil uji koefisien korelasi berganda adalah sebesar 0,656 dimana nilai tersebut di atas 0,500 (0,656 lebih dari 0,500). Hal ini menunjukkan adanya hubungan yang cukup erat antara variabel yang diteliti atau terjadi korelasi yang cukup kuat.

**Uji Statistik F.** Hasil uji f sebelum pandemi COVID-19 (tahun 2019) menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 6,873 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai probabilitas kurang dari 0,050, sehingga model pertama dapat digunakan untuk memprediksi *cash holding*. Sementara itu, Hasil uji f selama pandemi COVID-19 (tahun 2020) menunjukkan nilai F hitung sebesar 8,309 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai probabilitas kurang dari 0,050, sehingga model kedua dapat digunakan untuk memprediksi *cash holding* dan memberikan indikasi bahwa salah satu variabel atau semua variabel signifikan mempengaruhi *cash holding*.

**Uji Statistik t.** Berikut ini disajikan **Tabel 6** untuk mengetahui seberapa besar pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen pada model pertama:

**Tabel 6.** Hasil Uji Statistik t Sebelum Pandemi COVID-19

	Koefisien	Nilai t	Angka signifikansi
Konstanta	0,096	1,422	0,159
IO	-0,021	-0,539	0,592
BS	0,008	2,056	0,043
CAPEX	-0,088	-1,295	0,199
NWC	0,072	1,014	0,314
CR	0,004	1,205	0,232
DAR	-0,111	-2,168	0,033
CFR	0,228	2,603	0,011

Sumber: Hasil Pengolahan Data

**Tabel 6** menunjukkan nilai koefisien *institutional ownership* sebesar -0,021 dan nilai signifikan sebesar 0,592 yang artinya *institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, sehingga H1 ditolak. Sementara itu, nilai koefisien *board size* sebesar 0,008 dan nilai signifikan sebesar 0,043 yang artinya *board size* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H2 diterima. Nilai koefisien *capital expenditure* sebesar -0,088 dan nilai signifikan sebesar 0,199 yang artinya *capital expenditure* tidak berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, sehingga H3 ditolak.

Selanjutnya, nilai koefisien *net working capital* sebesar (0,072) dan nilai signifikan sebesar (0,314) yang artinya *net working capital* tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H4 ditolak. Nilai koefisien *liquidity* sebesar 0,004 dan nilai signifikan sebesar 0,232 yang artinya *liquidity* tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H5 ditolak.

Berikutnya, nilai koefisien *leverage* sebesar -0,111 dan nilai signifikan sebesar 0,033 yang artinya *leverage* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, sehingga H6 ditolak. Sementara itu, nilai koefisien *cash flow ratio* sebesar 0,228 dan nilai signifikan

sebesar 0,011 yang artinya *cash flow ratio* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H7 diterima.

Berikut ini disajikan **Tabel 7** untuk mengetahui seberapa besar pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen pada model kedua:

**Tabel 7.** Hasil Uji Statistik t Selama Pandemi COVID-19

	Koefisien	Nilai t	Angka signifikansi
Konstanta	0,159	1,663	0,100
IO	0,080	1,420	0,160
BS	0,005	0,894	0,374
CAPEX	-0,219	-2,727	0,008
NWC	0,126	1,368	0,175
CR	-0,001	-2,342	0,022
DAR	-0,220	-2,526	0,014
CFR	0,253	2,179	0,032

Sumber: Hasil Pengolahan Data

**Tabel 7** menunjukkan nilai koefisien *institutional ownership* sebesar 0,080 dan nilai signifikan sebesar 0,160 yang artinya *institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H1 ditolak. Adapun nilai koefisien *board size* sebesar (0,005) dan nilai signifikan sebesar 0,374 yang artinya *board size* tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H2 ditolak.

Berikutnya, nilai koefisien *capital expenditure* sebesar -0,219 dan nilai signifikan sebesar 0,008 yang artinya *capital expenditure* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, sehingga H3 diterima. Sedangkan nilai koefisien *net working capital* sebesar 0,126 dan nilai signifikan sebesar 0,175 yang artinya *net working capital* tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H4 ditolak.

Nilai koefisien *liquidity* sebesar -0,001 dan nilai signifikan sebesar 0,022 yang artinya *liquidity* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, sehingga H5 diterima. Di sisi lain, nilai koefisien *leverage* sebesar -0,220 dan nilai signifikan sebesar 0,014 yang artinya *leverage* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, sehingga H6 ditolak. Nilai koefisien *cash flow ratio* sebesar 0,253 dan nilai signifikan sebesar 0,032 yang artinya *cash flow ratio* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding*, sehingga H7 diterima.

**Uji Normalitas Dua Sampel Dependen.** Hasil uji normalitas *cash holding* dua sampel dependen menunjukkan bahwa baik untuk periode 2019 ataupun 2020, tingkat signifikansi atau nilai probabilitas adalah 0,000 kurang dari 0,050 atau tidak terdistribusi normal. Untuk itu, metode statistik nonparametrik digunakan yaitu: uji peringkat bertanda Wilcoxon.

**Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon.** Hasil uji peringkat bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa tingkat signifikansi untuk uji kedua sisi adalah sebesar 0,002 kurang dari 0,050. Maka, dapat disimpulkan bahwa rata-rata *cash holding* periode sebelum dan selama pandemi COVID-19 berbeda secara signifikan.

## DISKUSI

Dalam penelitian ini, *kepemilikan institusional* ditemukan tidak memiliki pengaruh yang cukup kuat terhadap manajer perusahaan yang memiliki kewenangan dalam

mengelola kas perusahaan, baik ketika terjadi pandemi Covid-19 maupun tidak. Pengawasan yang dilakukan oleh para institusi atau badan seperti perusahaan investasi, perusahaan asuransi, bank, maupun lembaga lain terhadap tindakan manajer di perusahaan masih bersifat pasif atau tidak efektif. Oleh sebab itu, *kepemilikan institusional* tidak memiliki pengaruh terhadap penahanan kas atau dengan kata lain H1 ditolak.

Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Darma et al., 2021; Senjaya dan Yadnyana, 2016; Yanti et al., 2019) dimana *institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan teori *agency theory* yang menyatakan bahwa semakin besar tingkat *institutional ownership*, semakin tinggi transparansi sehingga dapat mengurangi masalah keagenan yaitu asimetri informasi. Akibatnya, manajer terpaksa mengambil keputusan untuk kepentingan pemegang saham dan tidak menyimpan kas berlebihan untuk kepentingan pribadi manajer.

*Board size* ditemukan berpengaruh positif terhadap *cash holding* pada penelitian sebelum pandemi Covid-19 sehingga H2 diterima. Hasil penelitian sejalan dengan teori *agency theory* yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah dewan direksi, maka semakin efektif pengawasan terhadap tindakan manajer sehingga masalah agensi, yaitu asimetri informasi, akan berkurang dan manajer akan bertindak untuk kepentingan saham. Ukuran dewan direksi yang besar memiliki keragaman lebih besar dalam hal modal dan keterampilan yang tinggi sehingga dapat memberi pengawasan yang lebih baik dibandingkan ukuran dewan direksi yang kecil. Dengan demikian, semakin besar ukuran dewan direksi semakin besar tingkat *cash holding* untuk diberikan kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen maupun untuk investasi menguntungkan. Penemuan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Chistian dan Fauziah, 2017; Jamil et al., 2016; Mengyun et al., 2021; Senjaya dan Yadnyana, 2016), tetapi bertolakbelakang dengan hasil penemuan (Yanti et al., 2019) dimana mereka menemukan bahwa *board size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

Hasil penelitian pada periode sebelum pandemi Covid-19 ternyata berbeda dengan hasil penelitian selama pandemi Covid-19, dimana *board size* ditemukan tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada periode penelitian selama pandemi Covid-19, sehingga H2 ditolak. Artinya, ketika terdapat ancaman dan ketidakpastian yang tinggi, dalam hal ini adalah masuknya virus Covid-19 ke Indonesia yang mengancam kesehatan dan perekonomian, maka secara otomatis manajemen akan segera mengambil langkah-langkah manajemen kas yang aman bagi perusahaan untuk menghindari krisis keuangan. Tindakan ini akan tidak akan dipengaruhi oleh besar kecilnya jumlah *board size* di perusahaan karena keberlanjutan perusahaan adalah menjadi yang terutama.

*Capital expenditure* ditemukan tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada periode sebelum pandemi Covid-19, sehingga H3 ditolak. Hasil penelitian yang tidak signifikan ini sejalan dengan penelitian (Arora, 2019; Maarif et al., 2019; Sheikh et al., 2018), namun tidak sejalan dengan hasil penelitian (Chireka dan Fakoya, 2017; Mesfin, 2016; Yanti et al., 2019), dimana mereka menemukan bahwa *capital expenditure* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia memiliki tingkat pengeluaran modal yang berbeda-beda dan umumnya aktiva yang mereka miliki dibiayai oleh hutang sehingga penggantian atau pembelian aktiva tidak membawa pengaruh yang besar terhadap *cash holding*.

Namun, berlawanan dengan hasil penelitian pada periode sebelum pandemi Covid-19 dimana *capital expenditure* ditemukan tidak berpengaruh terhadap *cash holding*,



ternyata pada periode penelitian selama pandemi Covid-19, *capital expenditure* ditemukan berpengaruh negatif terhadap *cash holding*, sehingga H3 diterima. Hasil penelitian sejalan dengan teori *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan dengan tingkat *capital expenditure* yang tinggi, akan mengeluarkan banyak kas untuk menutupi biaya modal sehingga *cash holding* mengalami penurunan.

*Net working capital* ditemukan tidak berpengaruh terhadap *cash holding*, baik ketika terjadi pandemi Covid-19 maupun tidak, sehingga H4 ditolak. Hasil penelitian tidak sejalan dengan teori *trade-off theory* yang menyatakan modal kerja bersih yang tinggi memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dan mengurangi biaya transaksi untuk memperoleh dana eksternal sehingga perusahaan tidak perlu menahan kas dalam jumlah besar. Aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan tidak semudah itu dapat dikonversi menjadi kas (substitusi kas), sehingga meski modal kerja bersih meningkat, perusahaan tetap akan membuat cadangan kas untuk menjaga likuiditas perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dalam studi (Arfan et al., 2017; Arora, 2019; Chistian dan Fauziah, 2017; Maarif et al., 2019; Nainggolan dan Saragih, 2020; Sheikh et al., 2018) dimana mereka menyimpulkan bahwa *net working capital* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Tetapi di sisi lain, (Mesfin, 2016) menemukan dalam studinya bahwa *net working capital* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*.

*Liquidity* ditemukan tidak berpengaruh terhadap *cash holding* pada periode sebelum pandemi Covid-19, sehingga H5 ditolak. Hasil penelitian tidak sejalan dengan teori *trade-off theory* yang menyatakan perusahaan dengan aset yang likuid akan memiliki *cash holding* yang rendah sedangkan perusahaan dengan aset likuid rendah akan menahan kas lebih banyak. Pada penelitian ini, likuiditas menggunakan rumus aset lancar dibagi hutang lancar. Dalam aset lancar tersebut terkandung kas di dalamnya sehingga perusahaan dengan aset yang likuid akan cenderung menahan kas untuk mempertahankan likuiditasnya. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian (Maxentia et al., 2022; Mesfin, 2016). Namun tidak sejalan dengan hasil penelitian (Jebran, Iqbal, et al., 2019; Nafees et al., 2017; Rasyid et al., 2021; Shabbir et al., 2016) dimana mereka menemukan bahwa *liquidity* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

Hasil penelitian yang berbeda ditemukan pada variabel *liquidity* pada periode selama pandemi Covid-19, dimana *liquidity* ditemukan berpengaruh negatif terhadap *cash holding* sehingga H5 diterima. Hal ini menandakan bahwa walaupun virus Covid-19 sudah masuk ke Indonesia dan ditetapkan menjadi pandemi, namun dampaknya belum terlalu kuat karena baru berjalan kurang lebih 9 bulan. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi tidak serta merta meningkatkan cadangan kasnya. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *trade-off theory* yang menyatakan perusahaan dengan aset likuid cenderung memiliki cadangan kas rendah.

*Leverage* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding* baik ketika terjadi pandemi Covid-19 maupun tidak, sehingga H6 ditolak. Hasil penelitian tidak sejalan dengan teori *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi dianggap rentan dan mengalami *financial distress* sehingga perusahaan akan menahan kas lebih banyak karena tidak memiliki kemudahan dalam mengakses pasar modal untuk mendapatkan dana. Perusahaan manufaktur di Indonesia melihat bahwa *leverage* dapat dijadikan sebagai substitusi kas untuk melakukan investasi dan menunjang aktivitas operasi perusahaan. Perusahaan manufaktur di Indonesia juga dapat mengakses pasar modal dengan mudah untuk mendapatkan dana secara eksternal. Maka itu, ketika *leverage* tinggi, perusahaan tidak perlu menahan kas lebih banyak. Hasil penelitian sejalan



dengan penelitian (Ali et al., 2016; Arfan et al., 2017; Chireka dan Fakoya, 2017; Saputri dan Kuswardono, 2019; Shabbir et al., 2016). Namun penemuan ini tidak sejalan dengan hasil penelitian (Shubita, 2019; Yongki et al., 2021) dimana mereka menemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*.

*Cash flow ratio* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *cash holding* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *cash holding*, baik ketika terjadi pandemi Covid-19 maupun tidak sehingga H7 diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan (Shubita, 2019; Yongki et al., 2021) dimana mereka menyimpulkan bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *cash holding*. Sesuai dengan teori *pecking order theory*, perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal dengan menahan kas untuk melakukan investasi atau menghindari *financial distress*.

Rata-rata *cash holding* periode sebelum dan selama pandemi COVID-19 berbeda secara signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan motif berjaga-jaga, namun tidak konsisten dengan penelitian (Rasyid et al., 2021) yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rata-rata *cash holding* periode sebelum dan selama pandemi.

Pada saat pandemi, perusahaan memilih untuk memegang kas lebih banyak dibandingkan saat sebelum terjadinya pandemi demi menjaga likuiditas. Pada saat pandemi, situasi ekonomi sangat kritis sehingga perusahaan harus mengubah strategi bisnis untuk dapat menghadapi situasi ekonomi yang tidak pasti seperti fluktuasi dan keseimbangan keuangan yang terbatas. Perusahaan pun harus memprioritaskan strategi terhadap perubahan *cash holding*, pengendalian biaya, serta perluasan sumber pembiayaan karena keadaan pandemi pada awal mula membuat sumber pinjaman sangat terbatas dan mungkin pembiayaan yang tidak mencukupi dan terlambat. Maka itu, manajer perlu terlibat bersama pemegang saham dalam mempertahankan kas dalam jumlah besar untuk menghadapi biaya tak terduga.

## KESIMPULAN

Hasil uji regresi model penelitian sebelum pandemi menunjukkan bahwa *board size*, *leverage*, dan *cash flow ratio* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*, sementara *institutional ownership*, *capital expenditure*, *net working capital*, dan *liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Sementara, selama pandemi *capital expenditure*, *liquidity*, *leverage*, dan *cash flow ratio* berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*, sedangkan *institutional ownership*, *board size*, dan *net working capital* tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holding*. Secara rata-rata, *cash holding* berbeda secara signifikan sebelum dan selama pandemi.

Penelitian ini mempunyai keunikan karena memfokuskan dampak pandemi COVID-19 terhadap *cash holding*, dimana Covid-19 merupakan pandemi jenis baru dan baru saja melanda dunia, khususnya di Indonesia. Keterbatasan dalam penelitian ini antara lain adalah periode penelitian yang singkat dan tidak menggunakan variabel kontrol. Saran bagi penelitian selanjutnya dapat menambah variabel kontrol seperti *firm size* dan *dividend* dan memperpanjang periode penelitian sehingga dapat mengetahui akurat tentang dampak pandemi COVID-19.





## DAFTAR PUSTAKA

- Ali, S., Ullah, M., and Ullah, N. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings “A Case of Textile Sector in Pakistan.” *International Journal of Economics & Management Sciences*, 05(03). <https://doi.org/10.4172/2162-6359.1000334>
- Arfan, M., Basri, H., Handayani, R., Majid, M. S. Abd., Fahlevi, H., and Dianah, A. (2017). Determinants of Cash Holding of Listed Manufacturing Companies in the Indonesian Stock Exchange. *DLSU Business & Economics Review*, 26(2), 1–12. <https://dlsu-ber.com/determinants-of-cash-holding-of-listed-manufacturing-companies-in-the-indonesian-stock-exchange/>
- Arora, R. K. (2019). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of Indian Companies. *Global Business Review*, 20(4), 1088–1106. <https://doi.org/10.1177/0972150919844911>
- Chireka, T., and Fakoya, M. B. (2017). The determinants of corporate cash holdings levels: Evidence from selected South African retail firms. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(2), 79–93. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(2\).2017.08](https://doi.org/10.21511/imfi.14(2).2017.08)
- Chistian, N., dan Fauziah, F. (2017). Faktor-Faktor Penahanan Dana (Cash Holding). *Global Financial Accounting Journal*, 1(1), 13–24. <https://journal.uib.ac.id/index.php/gfa/article/view/203>
- Darma, N. S., Lukviarman, N., dan Setiany, E. (2021). The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 13(2), 158–167. <https://doi.org/10.15294/jda.v13i2>
- Davidson, and Rasyid, R. (2020). The Influence of Profitability, Liquidity, Firm Size and Leverage on Cash Holding. *Proceedings of the 2nd Tarumanagara International Conference on the Applications of Social Sciences and Humanities (TICASH 2020)*. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.201209.062>
- Fu, M., and Shen, H. (2020). COVID-19 and Corporate Performance in the Energy Industry. *Energy RESEARCH LETTERS*. <https://doi.org/10.46557/001c.12967>
- Jamil, S., Anwar, A., Afzaal, N., Tariq, A., and Asif, M. (2016). Determinants of Corporate Cash Holdings: Empirical Analysis of Pakistani Firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 7, 29–35. <https://doi.org/10.9790/5933-0703032935>
- Jebran, K., Chen, S., and Tauni, M. Z. (2019). Principal-principal conflicts and corporate cash holdings: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 49, 55–70. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.02.010>
- Jebran, K., Iqbal, A., Bhat, K. U., Khan, M. A., and Hayat, M. (2019). Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent period: evidence from an emerging economy. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0116-y>
- Khan, N., Ullah, H., and Kausar, Y. (2020). Determinants of Cash Holding: Evidence from Financial and Non-Financial Firms Listed on Pakistan Stock Exchange. *Journal of Business Strategies*, 14(2), 82–103. [https://doi.org/10.29270/JBS.14.2\(20\).05](https://doi.org/10.29270/JBS.14.2(20).05)
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., and Warfield, T. D. (2018). *Intermediate accounting: IFRS edition* (3rd ed.). John Wiley & Sons Ltd.
- Maarif, S., Anwar, C., dan Dharmansyah, D. (2019). Pengaruh Interest Income Growth, Net Working Capital, dan Capital Expenditure Terhadap Cash Holding dengan Aktivitas Dewan Komisaris Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Madani: Ilmu Pengetahuan, Teknologi, Dan Humaniora*, 2(1). <https://doi.org/10.33753/madani.v2i1.42>



- Mawarti, H., Chomsatu, Y., dan Siddi, P. (2020). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Cash Holding Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Tirtayasa Ekonomika*, 15(2), 342. <https://doi.org/10.35448/jte.v15i2.6933>
- Maxentia, J., Tarigan, M. U., dan Verawati. (2022). Pengaruh Leverage, Profitability, Growth Opportunity dan Liquidity Terhadap Cash Holding. *Jurnal Ekonomi*, 27(03), 338–357. <https://doi.org/10.24912/je.v27i03.880>
- Mengyun, W., E-Habiba, U., Akbar, I.-U.-D., Memon, M. A. B., and Husnain, M. (2021). Analyzing the Role of Board Independence towards Corporate Cash Holding: Evidence from Listed Family Firms of Emerging Economy. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(3). <https://doi.org/10.47750/cibg.2021.27.03.182>
- Mesfin, E. A. (2016). The Factors Affecting Cash Holding Decisions of Manufacturing Share Companies in Ethiopia. *International Journal of Advanced Research*, 5(3), 48–67. <https://ssrn.com/abstract=3386930>
- Mohd, K. N. T., Latif, R. A., and Saleh, I. (2015). Institutional ownership and cash holding. *Indian Journal of Science and Technology*, 8(32), 1–6. <https://doi.org/10.17485/ijst/2015/v8i32/92124>
- Nafees, B., Ahmad, N., and Rasheed, A. (2017). The Determinants of Cash Holding: Evidence from SMEs in Pakistan. *Paradigms: A Research Journal of Commerce, Economics, and Social Sciences*, 11(1), 111–116. <https://link.gale.com/apps/doc/A533410312/AONE?u=anon~be765549&sid=google Scholar&xid=81f523ac>
- Nainggolan, K. N., and Saragih, E. E. (2020). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Cash Holding pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi & Keuangan*, 6(1), 23–46. <https://doi.org/10.54367/jrak.v6i1.851>
- Rasyid, R., Yusbardini, dan Kurniawati, H. (2021). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holding Sebelum dan Dimasa COVID-19. *Seri Seminar Nasional Universitas Tarumanagara Ke-II (SERINA UNTAR II)*, 477–489. <https://serina.untar.ac.id/index.php/prosiding>
- Saputri, E., dan Kuswardono, A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Firm Size, dan Growth Opportunity Terhadap Cash Holding Perusahaan (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2013-2017). *Management, and Industry (JEMI)*, 2(2), 91–104. <https://journal.bakrie.ac.id/index.php/JEMI/article/view/1889>
- Sari, M., dan Zoraya, I. (2021). Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Cash Holding pada Perusahaan Industri Sektor Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2018. *Management Insight: Jurnal Ilmiah Manajemen ISSN*, 16(1), 61–80. <https://doi.org/10.33369/insight.16.1.61-80>
- Senjaya, S. Y., dan Yadnyana, I. K. (2016). Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set, Cash Conversion Cycle dan Corporate Governance Structure Terhadap Cash Holdings. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/EEB/article/view/18111>
- Shabbir, M., Haider Hashmi, S., and Mujtaba Chaudhary, G. (2016). Determinants of corporate cash holdings in Pakistan. *International Journal of Organizational Leadership*, 5, 50–62. <https://ssrn.com/abstract=3331826>



- Sheikh, N. A., Mehmood, K. K., and Kamal, M. (2018). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from MNCs in Pakistan. *Review of Economics and Development Studies*, 4(1), 71–78. <https://doi.org/10.26710/reads.v4i1.282>
- Shubita, M. F. (2019). The impact of working capital management on cash holdings of large and small firms: Evidence from Jordan. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(3), 76–86. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(3\).2019.08](https://doi.org/10.21511/imfi.16(3).2019.08)
- Suwito, A., dan Yanti. (2022). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Cash Holding Sebelum dan Selama Pandemi COVID-19. *Jurnal Ekonomi, Spesial Issue*, 26(11), 59–82.
- Wareza, M. (2019, December 30). Kinerja IHSG sepanjang tahun 2019 menguat 1,70%. *CNBC Indonesia*. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) akhirnya ditutup di level 6.299,54 atau minus 0,47% pada perdagangan terakhir di tahun 2019, Senin (30/12/2019). Namun kinerja IHSG sepanjang tahun ini tercatat menguat tipis 1,70%, lebih baik dari tahun 2018 yakni minus hingga 2,54%.
- Wulandari, E. A., dan Setiawan, M. A. (2019). Pengaruh Growth Opportunity, Net Working Capital, Cash Conversion Cycle Dan Dividend Payout Terhadap Cash Holding. *JURNAL EKSPLOKASI AKUNTANSI*, 1(3), 1259–1274. <https://doi.org/10.24036/jea.v1i3.141>
- Yanti, Susanto, L., Wirianata, H., dan Viriany. (2019). Corporate Governance, Capital Expenditure Dan Cash Holdings. *Jurnal Ekonomi*, 24(1), 1. <https://doi.org/10.24912/je.v24i1.452>
- Yongki, Panjaitan, R., dan Leon, F. M. (2021). Dampak Manajemen Modal Kerja Terhadap Cash Holding Pada Industri Consumer Goods Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Bisnis*, 19(1), 62–78.

