

CASH HOLDINGS AS A FINANCIAL RISK MANAGEMENT INSTRUMENT: EMPIRICAL EVIDENCE FROM THE HEALTHCARE INDUSTRY IN DEVELOPING COUNTRIES DURING COVID-19

Bulan Nettiary Kelara

email: bulannetra@fe.unsri.ac.id

Manajemen, Universitas Sriwijaya

Jl. Palembang-Prabumulih, KM 32 Inderalaya, Kabupaten Ogan Ilir, Sumatera Selatan

Abstract

This study examines cash holdings as a financial risk management instrument in the healthcare industry of developing countries during the COVID-19 pandemic. Using a quantitative approach, the study analyzes healthcare firms listed in Indonesia, Malaysia, Thailand, and Vietnam, with samples selected through purposive sampling. The data are analyzed using stepwise linear regression with panel data techniques and processed using EViews 13. The findings indicate that financial constraints negatively affect cash holdings only in Malaysia, while no significant effect is observed in Indonesia, Thailand, and Vietnam. Financial leverage does not significantly influence cash holdings in any of the countries studied. Profitability positively affects cash holdings in Indonesia and Malaysia, negatively affects cash holdings in Thailand, and has no significant effect in Vietnam. Growth opportunities have a positive effect on cash holdings only in Thailand, while no significant effect is found in the other countries. These results suggest that cash holding policies function as a context-dependent financial risk management mechanism, shaped by country-specific financial conditions, institutional environments, and crisis responses. This study contributes to the literature by providing empirical evidence from the healthcare sector, which remains underexplored in cash holding and risk management research, particularly in the context of global uncertainty following the COVID-19 pandemic. The findings also highlight the importance of locally tailored financial risk management strategies for firms and policymakers in the healthcare sector across ASEAN countries.

Keywords: Cash Holdings, Financial Risk Management, COVID-19, Healthcare Industry, Developing Countries

1. Pendahuluan

Selama pandemi COVID-19, banyak individu di negara maju meningkatkan cash holdings sebagai langkah antisipatif dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi dan risiko kehilangan pekerjaan [1]. Ketidakpastian terhadap kondisi ekonomi dan keamanan pendapatan mendorong kecenderungan untuk memprioritaskan likuiditas guna memenuhi kebutuhan esensial dan mengantisipasi kejadian tak terduga. Dampak pandemi terhadap pasar keuangan dan ketenagakerjaan memperkuat perilaku kehati-hatian dalam pengelolaan keuangan dengan membangun dana darurat. Peningkatan cash holdings tersebut mencerminkan strategi pengelolaan risiko keuangan yang rasional dalam merespons kondisi yang penuh ketidakpastian [2]. Dalam perspektif manajemen risiko keuangan, kebijakan cash holdings berperan sebagai instrumen mitigasi risiko likuiditas dan risiko operasional yang memungkinkan entitas mempertahankan stabilitas keuangan di tengah guncangan ekonomi akibat pandemi COVID-19. Seiring berjalannya waktu, tingkat cash holdings cenderung menurun akibat meningkatnya biaya operasional dan penurunan pendapatan. Dampak pandemi yang berkepanjangan memberikan tekanan pada sumber daya keuangan perusahaan, sehingga mendorong pemanfaatan

cadangan kas untuk menjaga keberlangsungan operasional.

Pandemi COVID-19 juga berdampak signifikan terhadap cash holdings di berbagai sektor, di mana sebagian besar sektor mengalami penurunan cadangan kas. Namun demikian, sektor kesehatan menunjukkan karakteristik yang berbeda dengan tetap mempertahankan tingkat cash holdings yang relatif tinggi. Peningkatan perhatian terhadap layanan kesehatan dan kebutuhan medis selama pandemi menyebabkan lonjakan permintaan terhadap sumber daya dan pendanaan di sektor ini. Kondisi tersebut mendorong perusahaan dan organisasi di industri kesehatan untuk mempertahankan cash holdings yang memadai sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan guna menjamin kontinuitas operasional serta kemampuan merespons kebutuhan layanan kesehatan yang terus meningkat [3].

Penelitian ini memfokuskan analisis pada cash holdings sektor kesehatan di negara berkembang selama periode pandemi. Pemahaman terhadap dampak pandemi terhadap cadangan keuangan industri kesehatan di negara berkembang menjadi penting, terutama mengingat meningkatnya kebutuhan akan sumber daya dan layanan kesehatan di tengah keterbatasan kapasitas fiskal dan keuangan [4]. Negara-negara yang menjadi objek penelitian, yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam, memiliki sistem kesehatan serta tingkat pembangunan ekonomi yang beragam, sehingga

memberikan dasar yang kuat untuk analisis komparatif. Kelima negara tersebut mencerminkan keragaman geografis dan ekonomi kawasan Asia Tenggara, dengan karakteristik ekonomi, infrastruktur kesehatan, serta respons kebijakan yang berbeda dalam menghadapi pandemi COVID-19 [5].

Dalam menganalisis dinamika cash holdings sektor kesehatan di negara-negara tersebut, perlu mempertimbangkan kondisi ekonomi dan sistem kesehatan masing-masing negara. Pandemi COVID-19 tidak hanya meningkatkan permintaan terhadap layanan kesehatan, tetapi juga menimbulkan tekanan finansial akibat tingkat belanja kesehatan yang relatif lebih rendah dibandingkan rata-rata global [6]. Data Organisasi Kesehatan Dunia menunjukkan bahwa rata-rata belanja kesehatan global pada tahun 2019 mencapai sekitar 9,8% dari Produk Domestik Bruto, sementara belanja kesehatan di negara berkembang yang diteliti hanya berkisar antara 3–4% dari Produk Domestik Bruto pada periode yang sama [4].

Dengan menelaah kebijakan cash holdings sektor kesehatan di negara berkembang, penelitian ini bertujuan untuk memahami bagaimana pandemi COVID-19 memengaruhi strategi keuangan perusahaan dalam kerangka manajemen risiko keuangan dan pengelolaan likuiditas. Analisis terhadap tingkat cash holdings dan keputusan keuangan selama pandemi diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai ketahanan finansial sektor kesehatan dalam menghadapi ketidakpastian yang belum pernah terjadi sebelumnya. Secara khusus, temuan penelitian ini memberikan kontribusi praktis bagi manajemen perusahaan sektor kesehatan di Indonesia dalam merancang kebijakan cash holdings sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan, terutama dalam menjaga likuiditas dan keberlanjutan operasional pada masa krisis dan ketidakpastian ekonomi. Lebih lanjut, penelitian ini berupaya menjelaskan sejauh mana keterbatasan kapasitas dan sumber daya keuangan di negara berkembang memengaruhi kemampuan industri kesehatan dalam mempertahankan likuiditas yang memadai sebagai bagian dari strategi mitigasi risiko keuangan selama periode krisis.

2. Tinjauan Pustaka dan Perumusan Hipotesis

Sejak dekade 1990-an, kajian mengenai cash holdings beserta faktor-faktor yang memengaruhinya menjadi salah satu topik yang paling banyak diteliti dalam literatur keuangan empiris. Sebagian besar penelitian awal menggunakan data perusahaan di negara maju [7]. Namun, seiring perkembangannya, penelitian mengenai determinan cash holdings tidak hanya dilakukan di negara maju, tetapi juga meluas ke negara berkembang seperti India [8], Thailand [9], Yordania [10], Brasil [11], Vietnam [12], serta Indonesia [13], [14], [15], [16], [17]. Selain itu, beberapa studi juga melakukan perbandingan antara negara maju dan negara berkembang maupun antarnegara berkembang, seperti Indonesia–Singapura [18], Indonesia–Belanda [19] serta Brasil, Indonesia,

Meksiko, Rusia, dan Turki [20]. Perkembangan ini menunjukkan bahwa cash holdings semakin dipahami sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan yang relevan dalam berbagai konteks ekonomi.

Penelitian terdahulu mengidentifikasi berbagai variabel yang memengaruhi cash holdings, salah satunya adalah leverage. Leverage berpengaruh positif terhadap cash holdings [21], yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat leverage yang lebih tinggi cenderung menahan kas lebih besar sebagai langkah antisipatif terhadap risiko keuangan. Sebaliknya, leverage keuangan berpengaruh negatif terhadap cash holdings [13]. Dalam kondisi ini, leverage dipersepsikan sebagai substitusi kas untuk pendanaan investasi, sehingga peningkatan leverage mendorong perusahaan mengurangi kepemilikan kas. Perusahaan yang memiliki akses lebih mudah ke pasar keuangan cenderung menggunakan pendanaan berbasis utang, yang pada akhirnya menurunkan tingkat cash holdings.

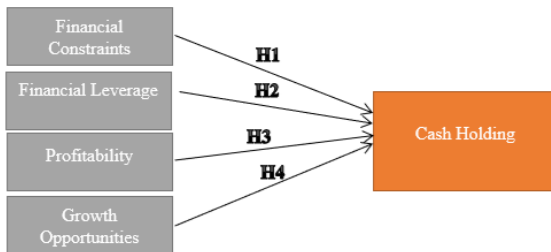
Hasil serupa ditunjukkan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap cash holdings pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, Bursa Efek Singapura, dan Bursa Efek Filipina [18]. Perusahaan dengan tingkat utang yang lebih tinggi cenderung menahan kas lebih sedikit karena berada di bawah pengawasan yang lebih ketat dibandingkan perusahaan dengan tingkat utang yang lebih rendah. Selain itu, kemampuan perusahaan dengan leverage tinggi untuk memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya yang relatif lebih murah memungkinkan perusahaan mengurangi kebutuhan cash holdings, sehingga leverage berfungsi sebagai alternatif dalam pengelolaan risiko likuiditas.

Sebaliknya, penelitian lain menemukan hubungan negatif antara leverage dan cash holdings [22], namun ketika leverage diukur dalam bentuk kuadrat, hubungan tersebut menjadi positif dan signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pada tingkat utang tertentu, perusahaan cenderung meningkatkan cash holdings untuk menghindari risiko pembatasan keuangan. Selain leverage, profitabilitas juga menjadi faktor penting yang memengaruhi cash holdings. Penelitian menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap cash holdings pada tingkat signifikansi 10 persen [13]. Temuan ini mendukung pecking order theory yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi cenderung meningkatkan kepemilikan kas sebagai upaya memperkuat likuiditas dan mengurangi risiko pendanaan eksternal.

Hasil serupa ditunjukkan oleh Setiawan dan Rachmansyah (2019) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap cash holdings pada perusahaan non-keuangan. Perusahaan dengan tingkat laba yang tinggi cenderung menghindari penerbitan saham baru karena biaya emisi yang relatif mahal, sehingga lebih memilih menahan kas sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan. Namun demikian, penelitian lain menemukan hasil yang

berbeda, di mana profitabilitas berpengaruh negatif terhadap cash holdings [12]. Kondisi ini terjadi ketika laba ditahan lebih diprioritaskan untuk pembayaran utang, sehingga mengurangi jumlah kas yang dimiliki perusahaan.

Faktor lain yang turut memengaruhi cash holdings adalah peluang pertumbuhan atau volatilitas. Penelitian menemukan bahwa growth opportunity berpengaruh positif terhadap cash holdings [23], yang sejalan dengan teori motif spekulatif Keynes (1936). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan akan menahan kas untuk memanfaatkan peluang investasi yang menguntungkan di masa depan. Perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi sering kali membutuhkan dana besar, misalnya untuk akuisisi atau ekspansi, sehingga peningkatan cash holdings menjadi bagian dari strategi mitigasi risiko dalam menghadapi ketidakpastian investasi. Di bawah ini adalah Gambaran kerangka pemikir pada penelitian ini:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

2.1 Pengaruh Financial Constraints terhadap Cash Holdings

Perusahaan yang menghadapi financial constraints umumnya memiliki keterbatasan dalam mengakses sumber pendanaan, baik dari internal maupun eksternal. Dalam kondisi tersebut, perusahaan cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan pendanaan berbasis utang karena keterbatasan kemampuan untuk menanggung beban bunga serta risiko tambahan yang melekat pada penggunaan utang [24]. Dari perspektif manajemen risiko keuangan, kondisi ini mendorong perusahaan untuk mengandalkan cash holdings sebagai instrumen utama dalam menjaga likuiditas dan stabilitas keuangan.

Penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami financial constraints cenderung memiliki tingkat cash holdings yang lebih tinggi [25], namun menghadapi kesulitan dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Perusahaan dengan keterbatasan keuangan cenderung menahan kas dalam jumlah besar sebagai cadangan darurat, mengingat tingginya ketidakpastian dalam memperoleh pendanaan tambahan di masa depan serta terbatasnya akses terhadap pasar keuangan yang kompetitif. Dengan mempertahankan cash holdings pada tingkat yang tinggi, perusahaan dapat memastikan ketersediaan likuiditas untuk memenuhi kebutuhan mendesak maupun memanfaatkan peluang investasi yang

muncul, sehingga cash holdings berfungsi sebagai mekanisme mitigasi risiko keuangan.

Penelitian lain mengungkapkan bahwa semakin tinggi tingkat financial constraints yang dihadapi perusahaan, semakin tinggi pula sensitivitas arus kas Perusahaan [26]. Dalam kondisi tersebut, aktivitas investasi perusahaan menjadi lebih bergantung pada pendanaan internal. Selanjutnya, penelitian menemukan bahwa perusahaan yang mengalami financial constraints cenderung menggunakan cash holdings untuk meredam tekanan keuangan, termasuk dalam pembiayaan investasi tertentu, di mana arus kas internal menjadi sumber pendanaan utama bagi perusahaan yang menghadapi keterbatasan keuangan [27]. Temuan-temuan tersebut menegaskan peran cash holdings sebagai instrumen manajemen risiko keuangan dalam menghadapi pembatasan pendanaan.

Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dirumuskan adalah:

H1: Financial constraints berpengaruh positif dan signifikan terhadap cash holdings.

2.2 Pengaruh Financial Leverage terhadap Cash Holdings

Tingkat cash holdings yang dimiliki perusahaan dapat memengaruhi keputusan perusahaan terkait penggunaan leverage. Perusahaan dengan tingkat cash holdings yang tinggi cenderung memiliki kebutuhan yang lebih rendah terhadap pendanaan utang karena telah memiliki sumber dana internal yang memadai untuk membiayai operasional dan memenuhi kewajiban keuangannya. Sebaliknya, perusahaan dengan cash holdings yang rendah atau negatif cenderung lebih bergantung pada pendanaan berbasis utang untuk mendukung aktivitas operasional dan investasi.

Dalam kerangka manajemen risiko keuangan, leverage dapat dipandang sebagai alternatif sumber likuiditas. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat leverage, semakin kecil kebutuhan perusahaan untuk mempertahankan cash holdings. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Financial leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap cash holdings.

2.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap Cash Holdings

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi memiliki kemampuan yang lebih besar dalam menjaga likuiditas karena mampu mengakumulasi arus kas dari aktivitas operasionalnya. Penelitian menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung mempertahankan cash holdings yang besar untuk mengendalikan investasi dan mendukung stabilitas keuangan [28]. Dalam praktiknya, perusahaan yang memperoleh laba tinggi sering kali menahan kas dalam

bentuk laba ditahan sebagai bagian dari strategi pengelolaan risiko keuangan.

Namun demikian, penggunaan laba ditahan untuk pembayaran kewajiban utang yang jatuh tempo dapat menyebabkan penurunan saldo kas perusahaan. Perusahaan manufaktur, profitabilitas yang rendah atau negatif mendorong perusahaan menggunakan kas yang tersedia untuk mengurangi utang atau menjaga keberlangsungan keuangan, sehingga menurunkan cash holdings [29]. Selain itu, perusahaan yang beroperasi secara lebih efisien dapat menekan biaya operasional dan mengoptimalkan pengeluaran, sehingga kebutuhan untuk menyimpan dana dalam bentuk kas menjadi lebih rendah [30].

Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dirumuskan adalah:

H3: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap cash holdings.

2.4 Pengaruh Growth Opportunities terhadap Cash Holdings

Kepemilikan kas yang besar dapat menimbulkan risiko penyalahgunaan dana oleh manajemen, yang berpotensi meningkatkan biaya keagenan dan menurunkan nilai Perusahaan [31]. Oleh karena itu, perusahaan dengan growth opportunities yang tinggi cenderung meminimalkan cash holdings untuk menekan biaya keagenan serta menunjukkan efisiensi pengelolaan keuangan kepada investor dan pemangku kepentingan.

Selain itu, peluang pertumbuhan yang tinggi sering kali disertai dengan risiko yang lebih besar, sehingga perusahaan lebih memprioritaskan penggunaan dana untuk membiayai proyek-proyek pertumbuhan dibandingkan menahan kas berlebih. Dinamika industri yang kompetitif juga mendorong perusahaan untuk mengalokasikan sumber daya pada aktivitas ekspansi dan investasi strategis, bukan pada akumulasi cash holdings. Dalam konteks manajemen risiko keuangan, kondisi ini mencerminkan trade-off antara menjaga likuiditas dan memanfaatkan peluang pertumbuhan [32].

Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Growth opportunities berpengaruh negatif dan signifikan terhadap cash holdings.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang bertujuan menganalisis cash holdings sebagai instrumen manajemen risiko keuangan pada industri kesehatan. Populasi penelitian mencakup perusahaan sektor kesehatan yang beroperasi di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam. Pemilihan sampel dilakukan menggunakan teknik purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan menerbitkan laporan tahunan secara lengkap dan berkelanjutan selama periode

2019–2021; (2) perusahaan terdaftar di pasar modal Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Vietnam; (3) perusahaan menggunakan sumber pendanaan internal maupun eksternal dalam bentuk utang; serta (4) perusahaan mencatatkan laba positif selama periode pengamatan 2019–2021. Kriteria tersebut ditetapkan untuk memastikan bahwa sampel penelitian merepresentasikan perusahaan sektor kesehatan yang aktif secara operasional dan relevan dalam pengambilan keputusan keuangan selama masa krisis.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah cash holdings, yang didefinisikan sebagai jumlah kas yang dimiliki perusahaan dan dapat digunakan untuk mendanai aktivitas operasional maupun investasi aset fisik [33]. Mengacu pada literatur sebelumnya [34], [35], cash holdings diukur menggunakan rasio antara kas dan setara kas terhadap total aset. Pengukuran ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjaga likuiditas sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan.

$$\text{Cash Holding} = \frac{\text{Cash atau Setara Cash}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel independen dalam penelitian ini meliputi financial constraints, leverage, profitability, dan growth opportunities. Financial constraints didefinisikan sebagai kondisi di mana posisi keuangan perusahaan mengalami penurunan sebelum mencapai kebangkrutan atau likuidasi [36]. Dalam penelitian ini, financial constraints diklasifikasikan ke dalam dua kategori, yaitu perusahaan yang mengalami financial constraints (financially constrained/FC) dan perusahaan yang tidak mengalami financial constraints (non-financially constrained/NFC). Pengukuran financial constraints menggunakan indikator Debt to Equity Ratio (DER) mengacu pada Hidayat (tanpa tahun). Perusahaan dengan nilai $DER \geq 1$ dikategorikan sebagai FC dan diberi nilai dummy 1, sedangkan perusahaan dengan $DER < 1$ dikategorikan sebagai NFC dan diberi nilai dummy 0.

Variabel leverage menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset atau dana yang memiliki biaya tetap untuk meningkatkan tingkat pengembalian bagi pemilik Perusahaan [37]. Dalam konteks manajemen risiko keuangan, leverage mencerminkan tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan eksternal. Leverage diukur menggunakan rasio Debt to Assets Ratio (DAR) mengacu pada Kasmir (2017:156), yaitu perbandingan antara total utang dan total aset perusahaan.

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total equity}}$$

Profitability mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui pemanfaatan seluruh sumber daya yang dimiliki, seperti penjualan, likuiditas kas, modal, dan faktor operasional lainnya [38]. Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur menggunakan Net Profit Margin (NPM). Rasio ini menggambarkan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari

penjualan, yang berimplikasi pada kemampuan perusahaan mempertahankan likuiditas.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

Variabel growth opportunities menggambarkan potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan [39]. Dalam analisis keuangan, perubahan total aset sering digunakan sebagai indikator peluang pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu, growth opportunities diukur menggunakan perubahan total aset [40], yang mencerminkan ekspansi dan prospek pertumbuhan perusahaan.

$$\Delta A = \frac{TAt - TAt-1}{TAt-1}$$

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dengan pendekatan data panel, yang dianalisis menggunakan perangkat lunak EViews 13. Estimasi data panel dilakukan melalui tiga pendekatan, yaitu Common Effect Model (CEM), Fixed Effect Model (FEM), dan Random Effect Model (REM).

4. Pembahasan

4. Hasil Penelitian

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian, kondisi financial constraints pada perusahaan sektor kesehatan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam selama periode 2019–2022 ditunjukkan pada Gambar 2. Data tersebut menggambarkan dinamika tingkat keterbatasan keuangan yang dihadapi perusahaan sektor kesehatan sebagai salah satu sumber risiko keuangan selama masa pandemi.

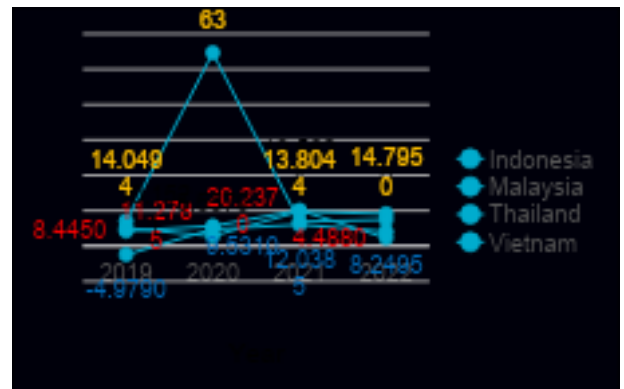


Gambar 2. Diagram Batang Tingkat Financial Constraints Perusahaan Industri Kesehatan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam Periode 2019–2022

Di Indonesia, jumlah perusahaan sektor kesehatan yang mengalami financial constraints pada tahun 2019 tercatat sebanyak 8 perusahaan. Jumlah tersebut menurun menjadi 7 perusahaan pada tahun 2020 dan kembali menurun menjadi 6 perusahaan pada periode 2021–2022. Di Malaysia, terdapat 3 perusahaan sektor kesehatan yang mengalami financial constraints pada tahun 2019 dan 2020, kemudian menurun menjadi 2 perusahaan pada tahun 2021 dan kembali menurun menjadi 1 perusahaan pada tahun 2022. Di Thailand, jumlah perusahaan sektor kesehatan yang mengalami financial constraints pada

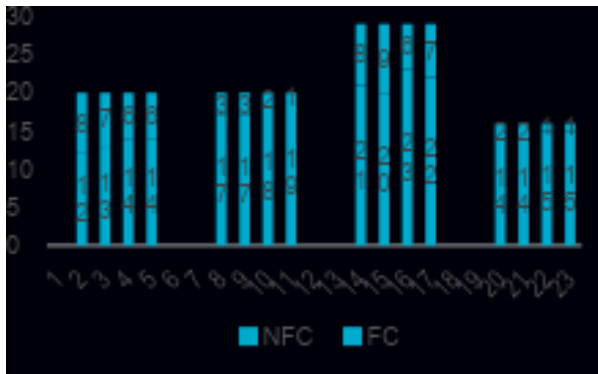
tahun 2019 tercatat sebanyak 8 perusahaan dan meningkat menjadi 9 perusahaan pada tahun 2020, kemudian menurun menjadi 6 perusahaan pada tahun 2021 dan kembali meningkat pada tahun 2022. Sementara itu, di Vietnam terdapat 2 perusahaan sektor kesehatan yang mengalami financial constraints pada tahun 2019 dan 2020, kemudian menurun menjadi 1 perusahaan pada tahun 2021 dan bertahan hingga tahun 2022.

Secara umum, data tersebut menunjukkan bahwa perusahaan sektor kesehatan mengalami tingkat financial constraints yang relatif tinggi pada periode awal pandemi, khususnya pada tahun 2019 dan 2020. Memasuki tahun 2021, jumlah perusahaan yang mengalami financial constraints cenderung menurun, yang mengindikasikan adanya perbaikan kondisi keuangan atau dukungan eksternal yang membantu meredam risiko keuangan. Fluktuasi yang lebih dinamis terlihat pada perusahaan sektor kesehatan di Thailand, yang menunjukkan adanya peningkatan kembali financial constraints pada tahun 2022.



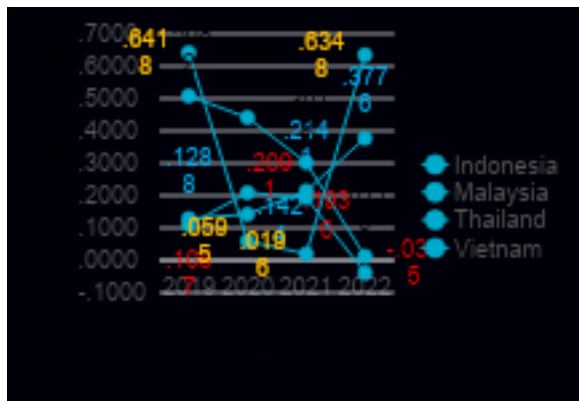
Gambar 3. Grafik Rata-Rata Tingkat Leverage Perusahaan Industri Kesehatan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam Periode 2019–2022

Gambar 3 menyajikan perkembangan rata-rata leverage perusahaan sektor kesehatan di masing-masing negara. Di Indonesia, rata-rata leverage meningkat dari 0,3884 pada tahun 2019 menjadi 0,4021 pada tahun 2020, kemudian menurun pada tahun 2021 dan kembali meningkat secara terbatas pada tahun 2022. Pola serupa juga terjadi di Malaysia dan Thailand, di mana leverage meningkat pada tahun 2020 dan cenderung menurun pada tahun-tahun berikutnya. Berbeda dengan negara lainnya, perusahaan sektor kesehatan di Vietnam menunjukkan tren penurunan leverage secara konsisten selama periode 2019–2022, meskipun tingkat leverage yang dimiliki relatif sangat tinggi dan berada di atas nilai 1. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan sektor kesehatan di Vietnam selama periode penelitian memiliki tingkat utang yang melebihi total asetnya, sehingga menghadapi risiko keuangan yang lebih besar dibandingkan negara lain.



Gambar 4 Grafik Rata-Rata Tingkat Profitabilitas Perusahaan Industri Kesehatan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam Periode 2019–2022

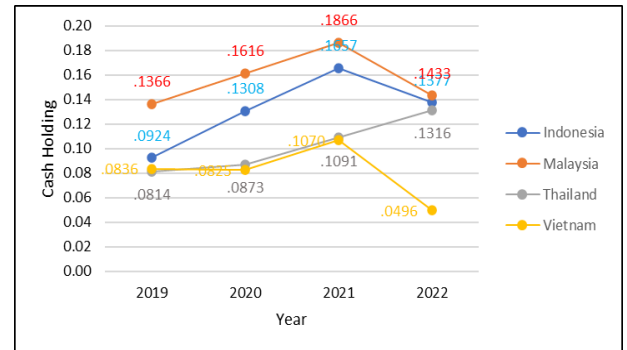
Gambar 4 menggambarkan perkembangan rata-rata profitabilitas perusahaan sektor kesehatan. Di Indonesia, profitabilitas yang bernilai negatif pada tahun 2019 meningkat secara signifikan pada tahun 2020 dan 2021, kemudian menurun kembali pada tahun 2022. Di Malaysia, profitabilitas meningkat dari tahun 2019 hingga 2021 dan menurun pada tahun 2022. Di Thailand, profitabilitas menurun pada tahun 2020, meningkat tajam pada tahun 2021, dan sedikit menurun pada tahun 2022. Sementara itu, di Vietnam terjadi lonjakan profitabilitas yang sangat tinggi pada tahun 2020, kemudian menurun pada tahun 2021 dan kembali meningkat pada tahun 2022. Pola ini menunjukkan bahwa profitabilitas sektor kesehatan bersifat fluktuatif dan sangat dipengaruhi oleh dinamika pandemi.



Gambar 5. Grafik Rata-Rata Tingkat Peluang Pertumbuhan Perusahaan Industri Kesehatan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam Periode 2019–2022

Gambar 5 menunjukkan rata-rata growth opportunity perusahaan sektor kesehatan. Di Indonesia, peluang pertumbuhan menunjukkan tren peningkatan yang konsisten selama periode penelitian. Di Malaysia, growth opportunity meningkat pada tahun 2020 namun menurun pada tahun-tahun berikutnya hingga bernilai negatif pada tahun 2022. Di Thailand, growth opportunity cenderung menurun secara bertahap selama periode penelitian. Sementara itu, di Vietnam growth opportunity mengalami penurunan tajam pada tahun 2020 dan 2021, kemudian meningkat kembali pada tahun 2022. Pola ini mencerminkan perbedaan strategi dan prospek

pertumbuhan perusahaan sektor kesehatan di masing-masing negara dalam menghadapi risiko dan ketidakpastian.



Gambar 6. Grafik Rata-Rata Tingkat Cash Holdings Perusahaan Industri Kesehatan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam Periode 2019–2022

Gambar 6 menyajikan rata-rata cash holdings perusahaan sektor kesehatan. Di Indonesia dan Malaysia, cash holdings meningkat secara signifikan selama periode 2019–2021 dan menurun pada tahun 2022. Di Thailand, cash holdings menunjukkan tren peningkatan yang relatif stabil selama periode penelitian. Di Vietnam, cash holdings relatif stabil pada tahun 2019–2020, meningkat pada tahun 2021, dan menurun tajam pada tahun 2022. Secara umum, peningkatan cash holdings pada periode pandemi mencerminkan upaya perusahaan sektor kesehatan dalam memperkuat likuiditas sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan.

4.2 Analisis Data

Analisis data dilakukan secara terpisah untuk masing-masing negara, yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam. Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan model estimasi data panel terbaik yang telah lolos dari pengujian asumsi klasik. Hasil estimasi menunjukkan adanya perbedaan pengaruh variabel financial constraints, leverage, profitability, dan growth opportunities terhadap cash holdings antar negara.

4.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama

Hasil pengujian menunjukkan bahwa financial constraints tidak berpengaruh terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di Indonesia, Thailand, dan Vietnam. Sebaliknya, di Malaysia, financial constraints berpengaruh negatif terhadap cash holdings. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan sektor kesehatan di Malaysia cenderung menurunkan kepemilikan kas ketika menghadapi keterbatasan keuangan, sedangkan perusahaan di negara lain tidak mengubah kebijakan cash holdings secara signifikan.

4.2.2 Pengujian Hipotesis Kedua

Hasil pengujian menunjukkan bahwa financial leverage tidak berpengaruh terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di seluruh negara yang diteliti. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat penggunaan utang tidak menjadi faktor penentu utama dalam

kebijakan penahanan kas, yang mengindikasikan adanya sumber likuiditas lain atau dukungan eksternal yang mengurangi risiko likuiditas.

4.2.3 Pengujian Hipotesis Ketiga

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitability berpengaruh positif terhadap cash holdings di Indonesia dan Malaysia, berpengaruh negatif di Thailand, serta tidak berpengaruh di Vietnam. Temuan ini menunjukkan bahwa peran profitabilitas dalam pengelolaan cash holdings sebagai instrumen manajemen risiko keuangan sangat dipengaruhi oleh konteks ekonomi dan kebijakan di masing-masing negara.

4.2.4 Pengujian Hipotesis Keempat

Hasil pengujian menunjukkan bahwa growth opportunities berpengaruh positif terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di Thailand, namun tidak berpengaruh di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan sektor kesehatan di Thailand cenderung menahan kas untuk mengantisipasi peluang pertumbuhan dan risiko yang menyertainya.

4.3 Pembahasan

4.3.1 Pengaruh Financial Constraints terhadap Cash Holdings

Hasil penelitian menunjukkan bahwa financial constraints berpengaruh negatif terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di Malaysia, sementara di Indonesia, Thailand, dan Vietnam tidak ditemukan pengaruh yang signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan sektor kesehatan di Malaysia cenderung menggunakan kas yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan operasional dan investasi penting ketika menghadapi keterbatasan keuangan, sehingga mengurangi saldo kas yang dimiliki. Dalam konteks manajemen risiko keuangan, kebijakan ini menunjukkan pemanfaatan kas secara aktif untuk menjaga kelangsungan operasional dibandingkan menahan kas sebagai cadangan pasif. Kondisi tersebut juga dapat dijelaskan oleh adanya dukungan kebijakan pemerintah Malaysia melalui paket stimulus ekonomi yang memberikan bantuan signifikan kepada sektor kesehatan. Dukungan ini mengurangi kebutuhan perusahaan untuk menahan kas dalam jumlah besar sebagai cadangan likuiditas, karena risiko pendanaan dapat diminimalkan melalui akses terhadap sumber dana eksternal.

4.3.2 Pengaruh Leverage terhadap Cash Holdings

Tidak ditemukannya pengaruh leverage terhadap cash holdings di seluruh negara menunjukkan bahwa perusahaan sektor kesehatan memiliki akses yang relatif memadai terhadap pendanaan eksternal selama pandemi. Dukungan pemerintah, subsidi, serta pelonggaran kebijakan kredit membuat perusahaan tidak perlu meningkatkan cash holdings meskipun memiliki tingkat leverage yang tinggi. Dalam kerangka manajemen risiko keuangan, kondisi ini menunjukkan bahwa risiko

likuiditas dapat dikelola melalui kombinasi pendanaan eksternal dan kebijakan pemerintah.

4.3.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap Cash Holdings

Pengaruh positif profitabilitas terhadap cash holdings di Indonesia dan Malaysia menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih besar untuk menahan kas sebagai cadangan dalam menghadapi ketidakpastian. Sebaliknya, pengaruh negatif profitabilitas di Thailand menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan justru menggunakan kasnya untuk membiayai ekspansi dan adaptasi terhadap perubahan pasar selama pandemi. Di Vietnam, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap cash holdings, yang mengindikasikan bahwa kebijakan pemerintah dan stabilitas sektor kesehatan mengurangi peran laba dalam keputusan penahanan kas.

4.3.4 Pengaruh Growth Opportunities terhadap Cash Holdings

Pengaruh positif growth opportunities terhadap cash holdings di Thailand mencerminkan strategi perusahaan dalam mempertahankan likuiditas guna mendukung ekspansi dan inovasi di sektor kesehatan. Peluang pertumbuhan yang muncul selama pandemi mendorong perusahaan untuk meningkatkan cash holdings sebagai bagian dari strategi manajemen risiko keuangan dalam menghadapi ketidakpastian dan kebutuhan investasi di masa depan.

5. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis cash holdings sebagai instrumen manajemen risiko keuangan pada perusahaan sektor kesehatan di negara berkembang selama pandemi COVID-19, dengan mengambil sampel perusahaan di Indonesia, Malaysia, Thailand, dan Vietnam. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peran cash holdings dalam mengelola risiko keuangan bersifat kontekstual dan berbeda antarnegara, dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, struktur keuangan, serta dukungan kebijakan di masing-masing negara.

Financial constraints terbukti berpengaruh negatif terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di Malaysia, sementara di Indonesia, Thailand, dan Vietnam tidak ditemukan pengaruh yang signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam kondisi keterbatasan keuangan, perusahaan sektor kesehatan di Malaysia cenderung mengurangi kepemilikan kas, yang kemungkinan dipengaruhi oleh adanya dukungan eksternal dan kebijakan pemerintah yang mengurangi kebutuhan perusahaan untuk menahan kas sebagai cadangan likuiditas.

Financial leverage tidak berpengaruh terhadap cash holdings pada seluruh negara yang diteliti. Hasil ini menunjukkan bahwa selama periode pandemi, perusahaan sektor kesehatan memiliki akses yang relatif memadai terhadap sumber pendanaan eksternal, sehingga tingkat utang tidak menjadi faktor utama dalam penentuan

kebijakan cash holdings sebagai alat pengelolaan risiko likuiditas.

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di Indonesia dan Malaysia, berpengaruh negatif di Thailand, serta tidak berpengaruh di Vietnam. Temuan ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba memengaruhi fleksibilitas keuangan dalam menahan kas, namun arah pengaruhnya bergantung pada strategi perusahaan dan kondisi ekonomi di masing-masing negara.

Growth opportunities berpengaruh positif terhadap cash holdings pada perusahaan sektor kesehatan di Thailand, sementara di Indonesia, Malaysia, dan Vietnam tidak ditemukan pengaruh yang signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan di Thailand cenderung meningkatkan kepemilikan kas untuk mengantisipasi peluang pertumbuhan dan risiko yang menyertainya, sehingga cash holdings berfungsi sebagai instrumen manajemen risiko keuangan dalam mendukung ekspansi dan inovasi.

Secara keseluruhan, penelitian ini menegaskan bahwa cash holdings merupakan instrumen penting dalam manajemen risiko keuangan perusahaan sektor kesehatan, khususnya dalam menghadapi ketidakpastian dan tekanan ekonomi selama pandemi COVID-19. Namun, efektivitas dan pola penggunaannya sangat bergantung pada karakteristik lingkungan keuangan dan kebijakan di masing-masing negara.

Saran :

1. Bagi Manajemen Perusahaan Sektor Kesehatan Perusahaan disarankan mengelola cash holdings secara optimal sebagai instrumen manajemen risiko keuangan, dengan menyesuaikan tingkat kepemilikan kas terhadap profitabilitas, peluang pertumbuhan, dan akses pendanaan eksternal agar likuiditas tetap terjaga tanpa mengurangi efisiensi keuangan.
2. Bagi Perusahaan Sektor Kesehatan di Indonesia Perusahaan perlu memperkuat kebijakan cash holdings untuk meningkatkan ketahanan keuangan dalam menghadapi krisis dan ketidakpastian ekonomi, sehingga keberlanjutan operasional dan kualitas layanan kesehatan dapat tetap terjaga.
3. Bagi Pembuat Kebijakan Pemerintah diharapkan terus menyediakan dukungan fiskal dan kemudahan akses pembiayaan bagi sektor kesehatan agar perusahaan mampu mengelola risiko keuangan secara efektif tanpa harus menahan kas secara berlebihan.
4. Bagi Peneliti Selanjutnya. Penelitian selanjutnya disarankan memperluas cakupan negara, sektor industri, dan variabel penelitian guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai peran cash holdings sebagai instrumen manajemen risiko keuangan.

Daftar Pustaka

- [1] A. A. S. Manoel and M. B. C. Moraes, "Accounting Conservatism and the Market Value of Cash Holdings in Brazil," *Rev. Bras. Gest. Negocios*, vol. 24, no. 2, pp. 383–399, 2022, doi: 10.7819/rbgn.v24i2.4182.
- [2] J. Bae and J. Kang, "The role of labor in cash holdings: Evidence from the supply-side impact of COVID-19," *Econ. Lett.*, vol. 224, p. 111034, 2023.
- [3] T. Wei, Y. Wu, and X. Yang, "The Impact of COVID-19 on Medical-related American Stocks," in *2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022)*, Atlantis Press, 2022, pp. 2035–2040.
- [4] T. Gadsden *et al.*, "Health financing policy responses to the COVID-19 pandemic: a review of the first stages in the WHO South-East Asia Region," *Health Policy Plan.*, vol. 37, no. 10, pp. 1317–1327, 2022.
- [5] S. Oum, J. Kates, and A. Wexler, "Economic impact of COVID-19 on PEPFAR countries," *KFF Glob. Heal. Policy*, 2022.
- [6] A. D. Kaye *et al.*, "Economic impact of COVID-19 pandemic on healthcare facilities and systems: International perspectives," *Best Pract. Res. Clin. Anaesthesiol.*, vol. 35, no. 3, pp. 293–306, 2021.
- [7] E. Akben-Selcuk and P. Sener, "Cash Holdings and Corporate Governance: Evidence From Turkey," in *Research Anthology on Strategies for Maintaining Successful Family Firms*, vol. 1, Kadir Has University, Turkey: IGI Global, 2022, pp. 395–416. doi: 10.4018/978-1-6684-3550-2.ch017.
- [8] K. Singh, M. Misra, M. Kumar, and V. Tiwari, "A study on the determinants of financial performance of US agricultural cooperatives," *J. Bus. ...*, 2019, [Online]. Available: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3390720
- [9] Y. Thanatawee, "Alignment or entrenchment? Evidence from cash holdings in Thailand," *Afro-Asian J. Financ. Account.*, vol. 9, no. 3, pp. 291–308, 2019, doi: 10.1504/AAJFA.2019.100978.
- [10] M. F. Shubita, "The impact of capital structure and cash holdings on firm value: An empirical study on jordanian industrial listed companies," *Jordan J. Bus. Adm.*, vol. 16, no. 1, pp. 53–68, 2020, [Online]. Available: <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85104924433&partnerID=40&md5=a3df39ab6b4a2d6f68a6acf6bb4875e>

- [11] F. Morais, A. Nave, and R. G. Rodrigues, "Cash holdings determinants from Brazilian listed firms," 2019, *Springer Verlag, CEFAGE and NECE, University of Beira Interior, Covilhã, Portugal*. doi: 10.1007/978-3-319-91334-6_144.
- [12] P. A. Thu and N. V. Khuong, "Factors effect on corporate cash holdings of the energy enterprises listed on vietnam's stock market," *Int. J. Energy Econ. Policy*, vol. 8, no. 5, pp. 29–34, 2018.
- [13] M. Arfan, H. Basri, R. Handayani, M. S. A. Majid, H. Fahlevi, and A. Dianah, "Determinants of cash holding of listed manufacturing companies in the Indonesian stock exchange," *DLSU Bus. Econ. Rev.*, vol. 26, no. 2, pp. 1–12, 2017.
- [14] R. Yudaruddin, "Determinants of corporate cash holdings: Evidence of the mining sector in indonesia," *Int. J. Sci. Technol. Res.*, vol. 8, no. 10, pp. 1523–1526, 2019, [Online]. Available: <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85074333099&partnerID=40&md5=8242afde2d5e1a59254ec5375916be27>
- [15] K. S. Suk, M. Haryanto, and J. T. Purba, "Cash holdings of business group-affiliated firms in Indonesia," *DLSU Bus. Econ. Rev.*, vol. 29, no. 1, pp. 40–57, 2019, [Online]. Available: <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85070314799&partnerID=40&md5=977b457b0bdcd97c34f5d021054d5345>
- [16] E. Endri, S. Sulastri, A. Syafarudin, and ..., "Determinants Cash Holding Of Coal Mining Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange," *Acad. ...*, 2020, [Online]. Available: <https://search.proquest.com/openview/85b372f40b179958bf9ae8f936722a04/1?pq-origsite=gscholar&cbl=38745>
- [17] N. S. Primasari and E. T. Wahyuningtyas, "Earning management and cash holding as window dressing moderation for past financial performance with f-score analysis (Studies non-banking sector companies in indonesia capital market)," Accounting Departement, Economic and Business Faculty, University of Nahdlatul Ulama Surabaya Surabaya, East Java, 60292, Indonesia: IEOM Society, 2020. [Online]. Available: <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85096535743&partnerID=40&md5=7080b999d2c493b43b652167df45b065>
- [18] R. Setiawan and A. Rachmansyah, "Firm characteristics, macroeconomic variables and cash holdings in Indonesia and Singapore," *Int. J. Innov. Creat. Chang.*, vol. 9, no. 8, pp. 265–286, 2019, [Online]. Available: <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85078900743&partnerID=40&md5=7f0760de9416cbb826c20f8af690ebff>
- [19] I. M. Sudana, F. B. Imaniar, N. Sasikirono, and S. K. Singh, "Diversification and cash holdings: Comparison between Indonesia and the Netherlands firms," *Int. J. Monet. Econ. Financ.*, vol. 12, no. 2, pp. 133–151, 2019, doi: 10.1504/IJMEF.2019.100265.
- [20] E. Akben-Selcuk and A. Altiok-Yilmaz, "Determinants of corporate cash holdings: Firm level evidence from emerging markets," *Glob. Bus. Strateg. Cris.*, 2017, doi: 10.1007/978-3-319-44591-5_28.
- [21] E. Akben-Selçuk and P. Sener, "Cash holdings and corporate governance: Evidence From Turkey," in *Corporate governance models and applications in developing economies*, Department of Business Administration, Faculty of Management, Kadir Has University, Istanbul, Turkey: IGI Global, 2019, pp. 133–161. doi: 10.4018/978-1-5225-9607-3.ch008.
- [22] E. A. Nenu and G. Vintilă, "An analysis regarding cash holdings. Empirical study on the bucharest stock exchange listed firms," *Sci. Ann. Econ. Bus.*, vol. 64, no. 3, pp. 289–306, 2017, doi: 10.1515/saeb-2017-0019.
- [23] M. Arfan, H. Basri, R. Handayani, M. Shabri, and ..., "Determinants of cash holding of listed manufacturing companies in the Indonesian stock exchange," 2017, *dlsu.edu.ph*. [Online]. Available: <http://www.dlsu.edu.ph/wp-content/uploads/2019/03/1arfan-012517.pdf>
- [24] M. Wieczorek-Kosmala, J. Błach, and J. Trzęsiok, "Analysis of bankruptcy threat for risk management purposes: A model approach," *Int. J. Financ. Stud.*, vol. 6, no. 4, 2018, doi: 10.3390/ijfs6040098.
- [25] A. Hamad, T. Alzoubi, M. Iskandrani, and A. Alhadidi, "A non-linear relationship between cash holdings and firm value: Study of companies in the emerging economy," *J. Gov. Regul.*, vol. 10, no. 4, pp. 137–143, 2021, doi: 10.22495/jgrv10i4art12.
- [26] H. Zhang, Y. Zhang, S. Zhou, and Y. He, "Corporate cash holdings and financial constraints—An analysis based on data on China at company level after the global financial crisis," *Emerg. Mark. Financ. ...*, 2020, doi: 10.1080/1540496X.2019.1603105.
- [27] X. Chen and Y. Wang, "Research on financing efficiency of China's strategic emerging industries based on super efficiency DEA and tobit model," *Int. J. Emerg. Mark.*, vol. 17, no. 2, pp. 485–504, 2022, doi: 10.1108/IJOEM-02-

- 2020-0188.
- [28] M. Guizani and G. Abdalkrim, "Does Shariah compliance affect corporate cash holdings and cash adjustment dynamics? Evidence from Malaysia," *Pacific Account. Rev.*, vol. 33, no. 4, pp. 459–473, 2021, doi: 10.1108/PAR-07-2020-0100.
- [29] P. P. Prawitasari, "PENGARUH PROFITABILITAS, LEVERAGE DAN FIRMS SIZE, TERHADAP CASH HOLDING PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2017-2019," *J. Aktual*, 2023, [Online]. Available: <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:265224547>
- [30] M. Muaja, J. B. Maramis, and A. H. Jan, "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Firm Size, Stock Liquidity, Leverage dan Investment Opportunity Set Terhadap Cash Holding Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2022," *J. EMBA J. Ris. Ekon. Manajemen, Bisnis dan Akunt.*, 2023, [Online]. Available: <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:265363353>
- [31] D. Osiichuk and P. Mielcarz, "The nonmonotonicity of cash-cash flow relationship: the role of uncertainty and financing constraints," *Econ. Res. Istraživanja*, vol. 0, no. 0, pp. 1–21, 2020, doi: 10.1080/1331677X.2020.1862687.
- [32] J. Manajemen, F. Mempengaruhi, C. Holding, N. Trisanti, and H. S. Lestari, "J-MAS," vol. 7, no. 2, pp. 582–585, 2022, doi: 10.33087/jmas.v7i2.462.
- [33] R. Romadhoni, M. Kufepaksi, and E. Hendrawaty, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holding Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017," *Manag. Rev.*, vol. 1, no. 2, pp. 124–139, 2019, doi: 10.33369/tmr.v1i2.9328.
- [34] R. H. K. HC, A. Satmoko, and S. I. Ediningsih, "The Impact of Investment, Debt, Macroeconomics and Diversification Strategy on the Influence of Cash Management on Firm Value," 2020, *scitepress.org*. [Online]. Available: <https://www.scitepress.org/Papers/2019/99658/99658.pdf>
- [35] J. Yun, H. Ahmad, K. Jebran, and S. Muhammad, "Cash holdings and firm performance relationship: Do firm-specific factors matter?," *Econ. Res. Istraz.*, vol. 34, no. 1, pp. 1283–1305, 2021, doi: 10.1080/1331677X.2020.1823241.
- [36] John Erhan Prasetyo Hermawan and Riko Riandoko, "Do Firms Facing Increases in Financial Constraints Tend To Generate Cash Through Tax Avoidance? Empirical Evidence From Indonesia Publicly Listed Firms," *Scientax*, vol. 2, no. 2, pp. 232–247, 2021, doi: 10.52869/st.v2i2.62.
- [37] A. M. Cheryta, M. Moeljadi, and N. K. Indrawati, "Leverage, Asymmetric Information, Firm Value, and Cash Holdings in Indonesia," *J. Keuang. dan Perbank.*, vol. 22, no. 1, pp. 83–93, 2018, doi: 10.26905/jkdp.v22i1.1334.
- [38] S. S. Harahap, *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2016.
- [39] L. P. E. Liestyasih and L. P. Wiagustini, "Pengaruh Firm Size Dan Growth Opportunity Terhadap Cash Holding Dan Firm Value," *E-Jurnal Ekon. dan Bisnis Univ. Udayana*, vol. 10, p. 3607, 2017, doi: 10.24843/eeb.2017.v06.i10.p07.
- [40] A. L. Pangulu and M. Ghozali, "Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013)," *J. Ilm. Mhs. FEB*, vol. 3, no. 1, pp. 1–13, 2014.