

Cash-Driven Resilience Capabilities dan Cash Holdings **Perusahaan Manufaktur Dalam Kondisi Covid-19**

Emillia Sastrasasmita¹

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara Jakarta
(Jalan Tanjung Duren Utara Nomor 1, Jakarta)
emillias@fe.untar.ac.id

Elsa Imelda²

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara Jakarta
(Jalan Tanjung Duren Utara Nomor 1, Jakarta)
elsai@fe.untar.ac.id

Michele Tjen³

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara Jakarta
(Jalan Tanjung Duren Utara Nomor 1, Jakarta)
michele.125210052@stu.untar.ac.id

Abstract

Saving cash is one of the company's precautionary motives. The Covid-19 pandemic has increased liquidity risk and more companies are experiencing financial difficulties. The cash holdings during the Covid-19 pandemic shows the company's resilience.

This research aims to determine the state of cash-driven resilience and cash holdings of companies in Indonesia which are influenced by return on assets, profit margin, and productivity of assets, liquidity, leverage and firm size. The research was to observe the changes in cash-driven resilience, driven by changes in world conditions before the pandemic in 2018 and 2019, and during the pandemic in 2020 and 2021.

This research uses purposive sampling technique on manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange. Hypotheses are analyzed using data regression models in Eviews 12. The research results are intended to help management determine the company's resilience and optimal level of cash holdings. This research found that there was no difference in CDR before and during Covid-19. There are differences between PA and LIQ variables on CDR but not on ROA, PM and LEV. The study also shows that there is no influence of ROA, PM, and LEV on CASH. Meanwhile PA, LIQ, and SIZE have positive effects on CASH.

Keywords: Cash-Driven Resilience, Covid-19, Cash Holdings, and Financial Performance



Abstrak

Salah satu motif perusahaan menyimpan uang tunai adalah berjaga-jaga. Kejadian pandemi Covid-19 telah meningkatkan risiko likuiditas dan semakin banyak perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Ketersediaan kas (*cash holdings*) perusahaan dalam pandemi Covid-19 menunjukkan ketahanan (*resilience*) perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui keadaan *cash-driven resilience* serta *cash holdings* perusahaan di Indonesia yang dipengaruhi oleh *return on asset*, *operating profit margin*, dan *productivity of asset*, *liquidity*, *leverage* dan *firm size*. Penelitian ini juga didorong oleh perubahan keadaan dunia, ditinjau dari perubahan *cash-driven resilience* di saat periode normal sebelum pandemi Covid-19 tahun 2018 dan 2019, dan di saat pandemi tahun 2020 dan 2021.

Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* pada perusahaan yang tergolong industri manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hipotesis dianalisis dengan model regresi data melalui Eviews 12. Hasil riset dimaksudkan membantu pihak manajemen untuk mengetahui ketahanan perusahaan serta menentukan tingkat *cash holdings* yang optimal. Berdasarkan studi ini ditemukan tidak terdapat perbedaan CDR sebelum dan saat Covid-19. Ada perbedaan variabel PA dan LIQ terhadap CDR namun tidak pada ROA, PM, dan LEV. Hasil studi juga menunjukkan tidak terdapat pengaruh ROA, PM, dan LEV terhadap CASH. Sedangkan PA, LIQ, dan SIZE berpengaruh positif atas CASH.

Kata Kunci: Ketahanan Kas, Ketersediaan Kas, Kinerja Keuangan, dan Covid-19

Pendahuluan

Pandemi Covid-19 menimbulkan akibat yang kurang baik atas perusahaan manufaktur, karena adanya hambatan produksi dan penjualan yang disebabkan oleh pandemi ini. Dalam penelitian sebelumnya ditemukan bahwa pandemi Covid-19 menyebabkan arus kas di masa mendatang dari banyak perusahaan terkena dampak yaitu meningkatnya risiko gagal bayar dari suatu perusahaan (Acharya & Steffen, 2020).

Di saat pelanggan memilih untuk berjaga-jaga dan menyimpan uangnya, maka *cash flow* perusahaan menjadi terganggu karena tidak ada pemasukan. Keadaan ini membuat perusahaan manufaktur mengalami batasan atas likuiditas dan finansial. Salah satu cara yang dapat menangani tantangan likuiditas dan finansial ini adalah dengan perusahaan memiliki uang tunai (*cash holding*).

Cash holdings memiliki peranan penting dalam keberlangsungan suatu perusahaan. Selain untuk berinvestasi, uang

tunai dari *cash holdings* ini dapat sebagai cadangan, transaksi, dan juga menghindari biaya untuk pinjaman luar. *Cash holdings* sangat berguna diketahui oleh manajemen perusahaan, karena dengan adanya *cash holding* ini mereka dapat lebih leluasa untuk melakukan investasi tanpa memberi dampak terhadap investor perusahaan. Namun di sisi lain, tingkat *cash holdings* yang tinggi dapat memberikan dampak buruk karena dapat mendorong resiko penurunan nilai tukar pada uang yang dimiliki (Kasmir, 2017).

Penelitian ini menekankan pentingnya memiliki *cash holding* di saat kondisi Covid-19. Hal ini memberikan dampak kepada performa industri manufaktur dengan melihat kategori ketahanan berbasis kas (*Cash-Driven Resilience*) dari perusahaan manufaktur. Dimensi pertama berdasarkan *cash holding* saat ini dan kedua diambil dari dinamika *cash holding* dari waktu ke waktu, sebagai determinan perilaku kas yang lampau. *Cash-Driven Resilience* dapat memberikan tanda kepada manajer dan investor tentang posisi dan kategori perusahaan dalam hal

ketahanan perusahaan dari segi kepemilikan kas.

Cash holdings yang dimiliki perusahaan bisa disalahgunakan saat manajer perusahaan tidak mengetahui posisi atau kategori perusahaan manufaktur mereka dalam *Cash-Driven Resilience*. *Cash holdings* ini mendapat pengaruh dari beberapa faktor diantaranya *financial performance* (kinerja keuangan), *financial constraint* (kendala finansial) dan juga *size* (ukuran) dari perusahaan manufaktur. Dengan hadirnya pandemi Covid-19, hal ini dapat menyebabkan perubahan dalam hipotesis *cash holdings* yang dipelajari sebelumnya.

Ahmad & Adaoglu (2019) menyatakan melalui penelitian yang dilakukan, bahwa *growth opportunities* (kesempatan pertumbuhan), *volatility* (perubahan), dan *cash flow* (arus kas) memberikan dampak positif terhadap *cash holdings*. Tetapi *liquidity* (likuiditas), *asset intangibility* (harta tidak berwujud), *dividend payments* (pembayaran dividen), *leverage* (pemakaian dana pinjaman) dan *size* (ukuran perusahaan) memiliki dampak negatif terhadap *cash holdings*. Penelitian ini memahami determinan *cash holdings* terhadap 51 perusahaan yang berada dalam sektor pariwisata di negara Inggris dari tahun 2015 dan 2016.

Agung & Hadinugroho (2019) berpendapat bahwa hasil penelitian yang dilakukan menyatakan bahwa ukuran perusahaan dan pemakaian dana pinjaman memiliki hubungan negatif pada *cash holdings*. Di sisi lain profitabilitas berpengaruh positif pada *cash holdings*. Adapun pelaksanaan penelitian ini berdasarkan 53 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 hingga tahun 2018.

Sedangkan berdasarkan Eggers (2020), perusahaan berskala kecil akan mengalami tantangan dan batasan yang lebih berarti sebagai konsekuensi penurunan arus kas masuk secara mendadak karena Covid-19. Sehingga ini akan mempengaruhi posisi

kategori perusahaan kecil dalam *Cash-Driven Resilience* ini.

Demir et al. (2019) menyatakan bahwa dalam menentukan *Cash-Driven Resilience* perusahaan dipengaruhi oleh faktor lingkungan peraturan negara yang berbeda-beda. Sehingga perbedaan aturan dan lokasi akan memengaruhi jumlah arus kas dan besar kas yang tersimpan.

Beberapa penelitian terdahulu inilah yang mendorong pihak peneliti ingin melakukan studi lebih lanjut terhadap kategori perusahaan manufaktur dalam *Cash-Driven Resilience*, serta hubungan kinerja keuangan, kendala finansial, dan ukuran perusahaan terhadap *cash holdings* di perusahaan industri manufaktur yang berada di Indonesia.

Penelitian ini diadakan dengan maksud mengetahui efek *moderating variable* dalam hubungan antara *independent variable* dan *dependent variable*. *Independent variable* pada riset ini yaitu *return on asset (ROA)*, *profit margin*, *productivity of asset*, *liquidity*, *leverage*, dan *size*. *Moderating variable* dalam studi ini adalah *Covid-19* dan *dependent variable* pada studi ini yaitu *cash holding* juga *cash-driven resilience*.

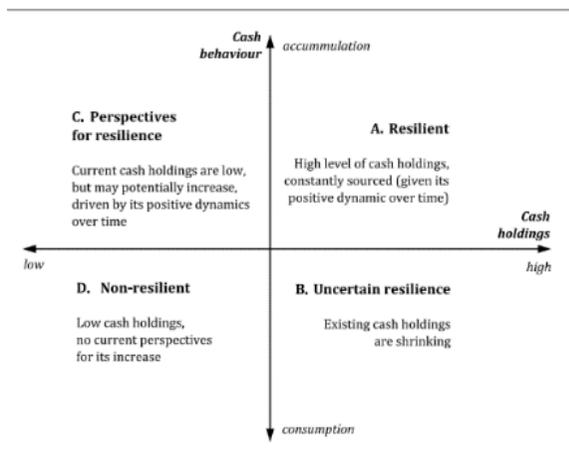
Kerangka Teoritis dan Hipotesis

Trade-off theory memandang bahwa perusahaan mampu menunjuk level optimal *cash holding* sendiri (Modigliani & Miller, 1963). *Trade-off theory* percaya bahwa *cash holdings* perusahaan bergantung terhadap selisih antara biaya marginal kekurangan kas dan biaya marginal ketersediaan kas atau dapat dihitung dengan membandingkan biaya marjinal dari menyimpan kas dengan manfaat marginal dari menyimpan kas (Al-Amarneh, 2015). Dampak positif dari menyimpan uang kas adalah selaras dengan konsep berjaga-jaga pada *trade-off model*. Hal ini menyatakan bahwa *cash holding* dapat membantu perusahaan untuk menghindari kesulitan finansial dan juga

dapat berinvestasi dengan laba yang diinginkan.

Agency theory juga dipakai pada riset ini. Berdasarkan Jensen dan Meckling, (Flugum et al., 2021), *Agency theory* adalah perusahaan yang mewakili sekumpulan orang dengan relasi yang berbeda, seperti pemilik saham, manajemen, pegawai, dan pemangku kepentingan. Ini menjadi salah satu alasan terjadinya konflik karena adanya perbedaan kepentingan antara satu sama lain. Perusahaan dapat membuat dan hanya menampilkan data yang dapat memuaskan mereka. Manajemen bisa hanya menunjukkan bahwa perusahaan memiliki untung yang cukup dan sukses, karena mereka harus mencapai target yang ditentukan agar mendapatkan bonus. Para pemegang saham tidak mengetahui keadaan asli yang terjadi pada perusahaan. Oleh karena itu, manajemen melakukan *cash holding* agar mendapatkan fleksibilitas dalam membuat keputusan investasi dengan meningkatkan aset perusahaan. Manajemen tidak harus mencari dana untuk setiap kesempatan investasi, lebih fleksibel, dan tidak takut akan melakukan investasi yang dapat berdampak buruk terhadap kekayaan pemilik saham.

Menurut Wieczorek-Kosmala (2022), *Cash-Driven Resilience* dibagi menjadi empat kategori seperti yang ditunjukkan oleh Gambar 1. Kategori ini dibuat dengan cara menggabungkan akumulasi konsumsi dari *cash holding* dengan *dynamic capabilities* positif dan negatif.



Gambar 1
Konseptual Model Evaluasi dari *Cash-Driven Resilience*
Sumber: Wieczorek-Kosmala (2022)

Bagian pertama (A) menunjukkan perusahaan yang berada pada *resilience*. Perusahaan di bagian ini memiliki *cash holding* yang tinggi dan menunjukkan kemampuan dinamis saat menghasilkan kas. Bagian Kedua (B) menunjukkan *uncertain resilience*. Posisi ini menunjukkan dimana perusahaan memiliki ketersediaan kas namun juga memiliki kemampuan dinamis yang negatif. Hal ini memiliki arti bahwa perusahaan menggunakan atau memakan kas yang tersedia. Bagian ketiga dan keempat memiliki sedikit sampai tidak ada *cash holding*. Perbedaannya, bagian ketiga memiliki kemampuan dinamis positif pada *cash holding*, sehingga perusahaan ditentukan sebagai *perspective for resilience*. Bagian keempat, perusahaan tidak dapat meningkatkan *cash holding*, sehingga perusahaan tersebut sebagai *non-resilient*.

Cash holdings menurut Ogundipe et al. (2012) merupakan kepemilikan kas oleh perusahaan sehingga dapat digunakan untuk berinvestasi pada aset atau dapat dibayarkan ke investor. *Cash holdings* ini berguna dalam bentuk cadangan tunai yang

disimpan pihak manajer perusahaan, dan dapat digunakan untuk berinvestasi.

Kejadian pandemi Covid-19 adalah disrupsi terhadap operasional normal, sehingga kinerja perusahaan manufaktur menurun secara drastis. *Cash holdings* memberikan ketersediaan dana tunai bagi perusahaan untuk menjaga arus kas perusahaan dan performanya. *Precautionary motives* (motif berjaga-jaga) ini dilakukan oleh perusahaan yaitu untuk mengantisipasi kondisi seperti Covid-19 sehingga perusahaan manufaktur yang memiliki *cash holdings* yang tinggi akan lebih cepat untuk pulih dan lebih mudah untuk beradaptasi. Penelitian terdahulu menemukan adanya perbedaan dalam level dari *cash holding* saat sebelum dan sesudah periode krisis atau terjadinya Covid-19 (Al-Amarneh, 2015; Sutrisno, 2021; Wieczorek-Kosmala, 2022). Sehingga berdasarkan pemikiran di atas membuat hipotesis menjadi:

H₁: Terdapat perbedaan di *cash-driven resilience (resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient)* sebelum terdapat Covid-19 dan saat Covid-19 berlangsung.

Perusahaan yang berada dalam kategori *resilience* dan *uncertain resilience* memiliki *return on asset* (pengembalian atas aset) yang lebih besar dibanding perusahaan pada kategori *perspective of resilience* dan *non-resilient*. Ini menandakan bahwa perusahaan yang berada dalam *resilience* dan *uncertain resilience* akan lebih mudah untuk mendapatkan cash sehingga dapat mengembangkan *resilience capabilities* (Al-Amarneh, 2015; Wieczorek-Kosmala, 2022). Nilai pengembalian atas aset yang besar pada sebuah perusahaan menunjukkan kinerja perusahaan tersebut dan hal ini dapat mendorong cadangan tunai. Sehingga ini akan menyebabkan *cash holdings* untuk dapat meningkat. Sehingga semakin tinggi profitabilitas dapat menandakan *recovery slack* (pemulihan kesenjangan finansial) yang lebih banyak. Sehingga berdasarkan pemikiran di atas membuat hipotesis menjadi:

H₂: Terdapat perbedaan *return on asset* pada *Cash-Driven Resilience (resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient)*.

Perusahaan dengan *Profit Margin* mencerminkan profitabilitas perusahaan yang membantu perusahaan untuk mendapatkan cadangan tunai. Sehingga ini akan menyebabkan *cash holdings* untuk dapat meningkat. Semakin tinggi profitabilitas (*profit margin*) dapat menandakan pemulihan kesenjangan finansial yang lebih banyak. Hal ini disebabkan perusahaan dapat menghasilkan kas yang dapat menjadi potensi *cash holdings* (Wieczorek-Kosmala, 2022). Sehingga berdasarkan pemikiran di atas membuat hipotesis menjadi:

H₃: Terdapat perbedaan *Profit Margin* terhadap *Cash-Driven Resilience (resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient)*.

Perusahaan dengan *Productivity of Asset* mencerminkan salah satu profitabilitas perusahaan. Perusahaan diharapkan dapat meningkatkan *cash reserve* sekaligus meningkatkan *cash holdings* (Wieczorek-Kosmala, 2022). Semakin tinggi profitabilitas (*productivity of asset*) dapat menandakan pemulihan kesenjangan finansial yang meningkat. Hal ini disebabkan perusahaan dapat membuat kas yang dapat menjadi potensi *cash holdings*. Sehingga berdasarkan pemikiran di atas membuat hipotesis menjadi:

H₄: Terdapat perbedaan *productivity of Asset* terhadap *Cash-Driven Resilience (resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient)*.

Saat perusahaan memiliki likuiditas yang tinggi, ini menandakan bahwa perusahaan tersebut tidak menyimpan kas banyak karena bergantung terhadap utang. Sehingga perusahaan akan memiliki *cash holding* yang rendah. Jadi saat adanya krisis Covid-19 ini menyebabkan perusahaan tersebut tidak memiliki cukup *cash holding* yang akan menyebabkan batasan likuiditas dan finansial (Wieczorek-Kosmala, 2022).

Sehingga berdasarkan pemikiran di atas membuat hipotesis menjadi:

H5: Terdapat perbedaan *liquidity* terhadap *Cash-Driven Resilience (resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient)*.

Tingkat hutang (*debt*) yang tinggi pada sebuah perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mampu untuk mengumpulkan dana eksternal dengan mudah, sehingga ini membuat perusahaan untuk tidak menyimpan kas. Dengan menggunakan *leverage* ini perusahaan tidak menyimpan kas melainkan bergantung dengan utang untuk membayar operasional perusahaan. Keadaan ini akan membuat perusahaan untuk memiliki *cash holdings* yang rendah saat adanya *leverage* yang tinggi (Al-Amarnah, 2015; Wieczorek-Kosmala, 2022). Sehingga berdasarkan pemikiran di atas membuat hipotesis menjadi:

H6: Terdapat perbedaan *leverage* terhadap *Cash-Driven Resilience (resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient)*.

Perusahaan dapat mengelola asetnya dengan baik sehingga dapat menjadi efisien dalam produksinya. Ini akan menyebabkan kenaikan dalam penjualan dan juga dapat meningkatkan pendapatan perusahaan. Menurut Mugumisi & Mawanza (2014) terdapat hubungan positif antara *return on asset* dengan kepemilikan kas perusahaan. Hal ini juga didukung oleh Wieczorek-Kosmala (2022) yang menemukan bahwa terdapat hubungan dan pengaruh positif antara *return on asset* dan *cash holding*. Hal ini didukung juga oleh teori *agency*. Perusahaan yang menyimpan lebih banyak uang tunai, dapat menutup segala biaya yang dibutuhkan. Sehingga dengan pemikiran demikian membuat hipotesis menjadi:

H7: Terdapat pengaruh positif *return on asset* pada *cash holding*.

Penelitian Agung & Hadinugroho (2019) mendapati *Profit Margin* berhubungan secara positif terhadap *cash*

holding. Nilai *Profit Margin* yang tinggi akan mencerminkan laba yang dihasilkan sehingga *cash holding* yang tersimpan juga ikut menjadi tinggi. Hal ini menurut *agency theory* bahwa manajemen perusahaan dapat secara leluasa membayar seluruh bebannya dan masih menghasilkan laba yang tinggi. Dengan demikian, pembagian untuk *cash holding* akan lebih banyak karena secara proporsi akan ada lebih banyak uang tunai yang dapat disisihkan. Sehingga dengan pemikiran demikian membuat hipotesis menjadi:

H8: Terdapat pengaruh positif *profit margin* pada *cash holding*.

Perusahaan dengan kecukupan asset mampu berproduksi dengan banyak, yang kemudian meningkatkan pendapatan penjualan dan menutup biaya yang terjadi. Hal ini juga menyebabkan kenaikan laba, sehingga perusahaan dapat menyimpan lebih banyak uang kas untuk *cash holding* (Wieczorek-Kosmala, 2022). Sehingga dengan pemikiran demikian membuat hipotesis menjadi:

H9: Terdapat pengaruh positif *productivity of asset* terhadap *cash holding*.

Perusahaan memiliki kewajiban untuk membayar utangnya, baik itu jangka panjang atau jangka pendek. Dengan itu, penting sekali perusahaan untuk memiliki kas untuk membayar utang tersebut jika sudah mendekati jatuh tempo. Jadi dengan memastikan likuiditas perusahaan dapat membuat perusahaan dengan mudah mendapatkan kas untuk membayar kewajibannya tersebut (Manoel et al., 2018; Wieczorek-Kosmala, 2022). Sehingga membuat sebuah hipotesis dengan pemikiran berikut:

H10: Terdapat pengaruh positif *liquidity* terhadap *cash holdings*.

Perusahaan harus menanggung utang yang dimiliki dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Utang jangka pendek yang mendekati jatuh tempo menyebabkan perusahaan untuk menyiapkan uang tunai untuk membayar utang tersebut. Sedangkan untuk utang

jangka panjang karena jumlahnya yang besar, biasanya perusahaan akan melakukan cicilan untuk sistem pembayarannya. Tetapi sama dengan utang jangka pendek, perusahaan harus menyediakan uang kas untuk membayar cicilan yang jatuh tempo. Saat perusahaan tidak dapat membayar utang ini akan membuat perusahaan terkena penalti atau akan membuat nama baik perusahaan menjadi jelek. Baik teori *pecking order* dan *trade-off* memprediksi hubungan negatif antara *leverage* dan *cash holding* (Agung & Hadinugroho, 2019; Xin & Xu, 2006). Oleh karena itu, dengan pemikiran demikian akan membuat hipotesis menjadi:

H₁₁: Terdapat pengaruh negatif *leverage* pada *cash holding*.

Size merupakan ukuran dari perusahaan. Perusahaan kecil lebih sering untuk menyimpan uang tunai dibanding dengan perusahaan besar. Perusahaan besar lebih fleksibel dan lebih mudah untuk mendapatkan dana eksternal seperti utang bank dibanding dengan perusahaan kecil. Sehingga, perusahaan kecil biasanya mempunyai *cash holding* yang lebih banyak daripada perusahaan besar. Perusahaan kecil dapat menyimpan uang tunai lebih tinggi untuk mengantisipasi kondisi yang tidak menentu yang terjadi di dalam pasar agar dapat bisa bertahan dan menjamin kelangsungan perusahaan kecil tersebut (Agung & Hadinugroho, 2019; Wieczorek-Kosmala, 2022; Xin & Xu, 2006). Dengan dasar kerangka pemikiran di atas, membuat suatu hipotesis menjadi:

H₁₂: Terdapat pengaruh negatif *size* pada *cash holding*.

Metode Penelitian

Metode penelitian yang akan dipakai untuk melakukan riset ini yaitu metode deskriptif kuantitatif. Adapun data yang dikumpulkan dan diolah menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang secara tidak langsung dapat digunakan atau diberikan kepada pemakai, seperti melalui dokumen atau pihak lain (Sugiyono, 2022).

Pengumpulan data dapat dilakukan dengan cara data *time series* dan data *cross-section*. Data *time series* adalah suatu objek yang diambil data dalam urutan periode yang telah ditentukan. Sedangkan, data *cross-section* adalah mengambil data dari banyak subjek dalam 1 periode waktu. Saat kedua cara digabung menjadi satu maka akan menjadi data panel. Studi ini mengaplikasikan data panel.

Studi ini memakai data sekunder yang berasal dari *financial report* dan laporan tahunan perusahaan manufaktur. Data yang diambil adalah 86 perusahaan manufaktur yang sudah *ter-listing* pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2018 hingga tahun 2021. Penelitian ini adalah penelitian yang menggunakan jangka waktu 4 tahun. Oleh karena itu, data yang diteliti dari 344 data dari 86 perusahaan sampel dari perusahaan manufaktur. Pada 344 data tersebut, terdapat data yang memiliki nilai ekstrim sehingga menyebabkan data penelitian tidak normal. Data tersebut akan diuji untuk memperoleh *outlier data* dengan cara melihat *indicator saturation* yang terdapat pada *Eviews 12*. Data pada studi ini menjadi berjumlah 104 data yaitu bersumber dari 26 perusahaan selama 4 tahun.

Pada studi ini dilakukan beberapa pengujian untuk memastikan kebenaran dalam hipotesis hubungan antara variabel. Penelitian ini dibantu dengan alat analisis berupa *Eviews* versi 12 dan juga menggunakan model regresi data.

Menurut Wieczorek-Kosmala (2022) *cash holdings* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$CASH = \frac{\text{Cash and Cash Equivalents}}{\text{Total Asset}}$$

Menurut Wieczorek-Kosmala (2022) *cash-driven resilience* dapat ditentukan dengan menggunakan *resilience capabilities* yang memiliki 4 kategori, yaitu:

- 1: NR untuk *non-resilience (cash non-holders, cash consumption)*
- 2: PR untuk *perspective for resilience (cash non-holders, cash accumulation)*
- 3: UN untuk *uncertain resilience (cash holders, cash consumption)*

4: R untuk *resilient (cash holders, cash accumulation)*

Menurut Ranajee & Pathak (2019), *return on asset* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Net Profit (loss)}}{\text{Total Asset}}$$

Menurut Wieczorek-Kosmala (2022), *profit margin* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$OPM = \frac{\text{Net Profit (loss)}}{\text{Sales Revenue}}$$

Menurut Wieczorek-Kosmala (2022), *productivity of asset* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$PA = \frac{\text{Sales Revenue}}{\text{Total Asset}}$$

Menurut Ahmad & Adaoglu (2019) *liquidity* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$LIQ = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Menurut Aftab et al. (2018), *leverage* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$LEV = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Asset}}$$

Menurut Wieczorek-Kosmala (2022), *size* dapat diprosikan sebagai berikut:

$$Size = \ln(\text{Total Asset})$$

Dengan menggunakan *ordinary least square*, maka terbentuk persamaan sebagai berikut:

$$CASH = \alpha + \beta_1(ROA) + \beta_2(PM) + \beta_3(PA) + \beta_4(LIQ) + \beta_5(LEV) + \beta_6(SIZE) + \epsilon \dots$$

Keterangan:

CASH = *Cash holdings*

α = Nilai konstanta

B_{1-6} = Nilai koefisien determinasi

ROA = *Return on Asset*

PM = *Profit Margin*

PA = *Productivity of Asset*

LIQ = *Liquidity*

LEV = *Leverage*

SIZE = *Size*

ϵ = *Error*

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menurut George & Mallery (2019) memberikan gambaran tentang distribusi variabel penelitian. Gambaran tersebut dapat ditunjukkan dari ukuran *mean, median, dan mode, standard deviation, variance, skewness, kurtosis, maksimum, minimum, jarak, dan informasi standard error.*

Berdasarkan hasil analisis *Eviews* versi 12 dengan jumlah sampel 104 data, ditemukan bahwa nilai minimum *cash holdings* berasal dari Eterindo Wahanatama Tbk, nilai maksimum dari Gudang Garam Tbk. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 1.6899%. Ini menandakan perusahaan secara rata-rata memiliki *cash holdings* yang rendah.

Rata-rata variabel *cash-driven resilience* yaitu senilai 2.2988077 artinya mendekati kategori 2. Sehingga ditarik kesimpulan bahwa perusahaan manufaktur rata-rata berada di golongan *perspective for resilience. Perspective for resilience* menyatakan bahwa perusahaan berada dalam posisi di mana memiliki *cash holdings* yang rendah tapi memiliki kemampuan untuk meningkatkan *cash holdings* level seiring waktu.

Pada variabel *return on asset*, nilai maksimum dimiliki Unilever Indonesia Tbk, dan nilai minimum dimiliki Panasia Indo Resources Tbk. Nilai *mean* menandakan bahwa perusahaan dapat menghasilkan *return* sebesar 2.3805% dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan secara rata-rata.

Nilai maksimum dan minimum untuk *profit margin* dimiliki oleh perusahaan Eterindo Wahanatama pada tahun yang berbeda yaitu nilai di tahun 2021 dan nilai minimum di tahun 2020. Nilai rata-rata sebesar 0.968514 yang memiliki arti bahwa perusahaan secara rata-rata mendapatkan laba sebanyak 96.8514% dari pendapatan hasil penjualan perusahaan.

Variabel *productivity of asset* mencatat nilai maksimum pada Unilever Indonesia Tbk yang dan nilai minimum pada

Eterindo Wahanatama Tbk. Berdasarkan nilai rata-rata untuk variabel *productivity of asset*, perusahaan dapat menghasilkan penjualan sebesar 81.7304% dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Kesimpulan yang digarisbawahi disini adalah kinerja perusahaan sudah sangat baik dalam menghasilkan pendapatan penjualan melalui kepemilikan aset.

Pada variabel *liquidity* skor maksimum dimiliki oleh Mustika Ratu Tbk sedangkan skor minimum dari Eterindo Wahanatama Tbk. Nilai rata-rata untuk variabel *liquidity* merupakan 1.303708. Hal ini menandakan bahwa perusahaan secara rata-rata dapat membayar seluruh *current liabilities* perusahaan dengan penuh menggunakan *current asset* perusahaan.

Variabel *leverage* mencatat skor maksimum pada Eterindo Wahanatama Tbk dan skor minimum pada perusahaan Tunas Alfin Tbk. Nilai rata-rata *leverage* adalah menunjukkan proporsi utang perusahaan berjumlah 55.8287% dari kepemilikan total aset perusahaan. Hal ini menandakan bahwa kondisi perusahaan yang memiliki banyak utang.

Skor maksimum pada *size* yaitu di perusahaan Gudang Garam Tbk dan skor minimum di PT Yanaprima Hastapersada Tbk. Nilai rata-rata dari ukuran perusahaan adalah sebesar 28.59443.

Uji Normalitas

Data disebut layak untuk digunakan pada analisis regresi yaitu ketika data memiliki nilai yang akurat, optimal, tepat dan tidak bias. Untuk syarat tersebut, maka diadakan uji asumsi klasik guna meyakinkan data yang dipakai sesuai dengan syarat uji analisis regresi. Masalah asumsi klasik yang biasanya terjadi pada data adalah penyebaran data tidak normal, adanya multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Uji normalitas penelitian ini awalnya dilakukan terhadap 344 data yang dipakai dalam studi ini. Poin probabilitas dari uji normalitas adalah sebesar 0.000000. Saat nilai probabilitas dari

uji Jarque-Bera lebih kecil dari 5% ($JB < 5\%$) memiliki arti bahwa data tidak terdistribusi normal. Setelah melakukan *outlier* terhadap data penelitian, ditemukan sebesar 240 data ekstrim yang harus disingkirkan. Ini membuat data yang tersisa sebesar 104 data. Dengan 104 data dilakukan uji normalitas lagi untuk memastikan data sudah terdistribusi secara normal. Uji normalitas memberikan hasil probabilitas senilai 0.054401, angka ini melebihi poin 5% ($0.054401 > 0.05$). Kondisi ini membuktikan bahwa distribusi data sudah normal.

Uji Heteroskedastisitas

Data yang baik seharusnya homoskedastisitas atau tidak ada heteroskedastisitas, memiliki arti bahwa data varian residual tersebut konstan atau sama. Dalam penelitian ini, uji Glejser adalah uji yang dipilih untuk mengukur apakah data memiliki heteroskedastisitas atau tidak. Dalam uji Glejser ini menggunakan data panel dalam model regresi. Pada pengujian Glejser ini nilai absolut akan diregresi dari residual *independent variable*. Hasil uji Glejser ini membuktikan bahwa seluruh *independent variable* yang terdiri dari *return on asset*, *profit margin*, *productivity of asset*, *liquidity*, *leverage* dan *size*. Semuanya memberikan hasil probabilitas melebihi poin 0.05. Sehingga, tidak didapati masalah heteroskedastisitas. Dapat disimpulkan data dalam studi telah homoskedastisitas. Oleh karenanya, data dapat dilanjutkan untuk uji berikutnya.

Uji Multikolinearitas

Data yang baik tidak memiliki multikolinearitas dalam variabel-variabel bebasnya. Jadi, antara variabel bebas dan variabel bebas yang lain tidak boleh terdapat hubungan yang saling memengaruhi satu sama lain. Uji multikolinearitas menggunakan matriks korelasi untuk melakukan uji antar variabel bebas dalam penelitian. Pada hasil uji multikolinearitas di penelitian ini dapat diketahui bahwa keenam variabel yang digunakan memiliki nilai

probabilitas di bawah 0.8, sehingga kesimpulan yang ditarik adalah tidak ada masalah multikolinearitas yang terjadi di data tersebut.

Uji Pemilihan Model Panel

Saat memilih model untuk diterapkan pada data studi ini, maka diperlukan pengujian menggunakan uji *Chow*, uji *Hausman*, dan uji *Lagrange Multiplier* (LM). Hasil uji *Chow* ini mendapatkan probabilitas *cross-section chi-square* sebesar 0.0001, sehingga ini menandakan bahwa $0.0001 < 0.05$. Dengan demikian, kesimpulan pada pengujian ini menunjukkan bahwa penggunaan *fixed effect model* (FEM) lebih sesuai. Sehingga, akan dilakukan uji selanjutnya, yaitu uji *Hausman*. Pada hasil pengujian *Hausman* memaparkan bahwa probabilitas *cross-section random* adalah sebesar 0.2815, sehingga bisa diambil kesimpulan bahwa 0.2815 melebihi poin 0.05 ($0.2815 > 0.05$), ini memiliki arti lebih baik menggunakan *random effect model* (REM). Dengan demikian, diperlukan pengujian lanjutan yaitu uji LM. Saat melihat hasil uji LM, diketahui bahwa probabilitas yang dihasilkan adalah sebesar 0.0169 kurang dari poin 0.05 ($0.0169 < 0.05$). Sehingga, ini membuktikan bahwa model yang lebih sesuai dipakai untuk studi ini merupakan *random effect model* (REM).

Uji Kruskal-Wallis

Pengujian ini dilakukan untuk mengukur nilai *ranking* rata-rata dari data penelitian yang diteliti, lalu dipakai untuk mengenali perbedaan yang signifikan antara *independent variable*, *return on asset* (ROA), *profit margin* (PM), *productivity of asset* (PA), *liquidity* (LIQ), dan *leverage* (LEV) terhadap *cash-driven resilience* (CDR). Uji Kruskal-Wallis ini juga digunakan untuk melihat perbedaan antara tahun 2018-2021.

Pada tahun 2018 dan 2019 sama-sama memiliki *cash-driven resilience* (CDR) yang paling banyak berada dalam kategori 1 yaitu *non-resilient*. Ini memiliki arti bahwa perusahaan tidak memiliki *cash*

holding yang banyak dan terus menurun, pengeluaran dari perusahaan pun juga besar. Ini terjadi karena saat menghadapi Covid-19 sehingga kebanyakan perusahaan akan mengalami pengurangan dalam *operating profit*, sehingga harus menggunakan kas cadangannya. Oleh karena itu, *cash holdings* akan terus menurun dan mengalami masalah *financial* pada tahun 2019 ini. Pada tahun 2020, nilai *ranking* rata-rata dari CDR adalah sebesar 59.37. Dalam tahun ini perusahaan kebanyakan berada dalam kategori 2 atau *perspective for resilience*. Ini memiliki arti bahwa perusahaan memiliki *cash holdings* yang rendah, tapi memiliki kemampuan untuk meningkatkan *cash holdings* karena dipengaruhi oleh *positif dynamic*. Jadi, perusahaan masih dapat menghasilkan *cash holdings* secara pelan pelan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Ini menunjukkan bahwa perlahan perusahaan sudah mencoba untuk beradaptasi pada kondisi Covid-19. Pada tahun 2021, kembali lagi ke *non-resilient* adalah karena Covid-19 sudah mulai menurun dan mengalami normalisasi dalam keadaan Covid-19, sehingga ini membuat kebanyakan perusahaan untuk kembali tidak menyimpan banyak *cash holdings*.

Tabel 1
Uji Kruskal-Wallis

	CDR	ROA	PM	PA	LIQ	LEV
Kruskall-Wallis	2.982	6.823	3.184	0.228	10.228	5.298
Df.	3	3	3	3	3	3
Asymp.sig	.394	.078	.364	.043	.017	.151

Sumber: Hasil Olahan SPSS v.25

Berdasarkan tabel 1, dapat diketahui bahwa variabel CDR memiliki *Asymp.Sig* bernilai 0.394. Ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* melebihi poin 0.05 ($0.394 > 0.05$). *Asymp.Sig* pada variabel ROA bernilai 0.078. Ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* melebihi poin 0.05 ($0.078 > 0.05$). Variabel *profit margin* memiliki *Asymp.Sig* bernilai sebesar 0.364. Ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* melebihi poin 0.05 ($0.364 > 0.05$). Variabel LEV memiliki *Asymp.Sig* sebesar

0.151. Ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* melebihi poin 0.05 ($0.151 > 0.05$). Sehingga terhadap variabel CDR, ROA, PM, dan LEV tidak perlu dilakukan uji lanjut terhadap uji *post-hoc*.

Variabel PA memiliki *Asymp.Sig* bernilai 0.043. Ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* dari *productivity of asset* (PA) kurang dari poin 0.05 ($0.043 < 0.05$). Variabel LIQ memiliki *Asymp.Sig* sebesar 0.017. Ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* dari variabel LIQ kurang dari poin ($0.017 < 0.05$). Dengan demikian variabel PA dan LIQ memerlukan pengujian lanjut *post-hoc* untuk melihat signifikan perbedaan dari variabel tersebut.

Uji Post-Hoc

Pada pengujian perbedaan PA terhadap CDR menggunakan uji *post-hoc* memberikan hasil bahwa antara *non resilient* ke *perspective for resilience* memiliki *Asymp.Sig* sebesar 0.845 ($0.845 > 0.05$). Adapun *Asymp.Sig* pada kategori antara *non-resilient* dan *uncertain resilience* yaitu sebesar 0.228 yang berarti melebihi poin 0.05. Lalu, kategori antara *non-resilient* dan *resilient* juga memiliki *Asymp.Sig* yang melebihi poin 0.05 sebanyak 0.532, dan untuk nilai *Asymp.Sig* kategori antara *uncertain resilience* dan *resilient* adalah 1.000, yang melebihi poin 0.05. Sedangkan untuk kategori antara *perspective for resilience* dan *uncertain resilience* memiliki *Asymp.Sig* sebesar 0.015 ($0.015 < 0.005$). Kategori antara *perspective for resilience* dan *resilient* juga memiliki *Asymp.Sig* sebesar 0.039 ($0.039 < 0.05$). Adanya perbedaan yang signifikan antara PA terhadap CDR karena kategori dalam bagian ini memiliki signifikansi lebih kecil dari 0.05.

Pada pengujian perbedaan LIQ terhadap CDR menggunakan uji *post-hoc* memberikan hasil bahwa kategori antara *non-resilient* dan *perspective for resilience* didapati *Asymp.Sig* yang melebihi poin 0.05 yaitu sebesar 1.000 ($1.000 > 0.05$). Kategori antara *perspective for resilience* dan *resilient* juga memiliki *Asymp.Sig* senilai 1.000 yang melebihi poin 0.05, juga kategori antara

uncertain resilience dengan *resilient* memiliki *Asymp.Sig* sebesar 0.160 ($0.160 > 0.05$). Dilihat dari kategori *non-resilient* dan *uncertain resilience*, hasil *Asymp.Sig* adalah sebesar 0.003 ($0.003 < 0.05$) dan kategori antara *uncertain resilience* dengan *resilient*, hasil *Asymp.Sig* diperoleh sebesar 0.011 ($0.011 < 0.05$). Sehingga, adanya perbedaan yang signifikan antara PA terhadap CDR karena kategori dalam bagian ini memiliki signifikansi kurang dari 0.05.

Tabel 2
Analisis Model Regresi

Dependent Variable: CASH
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 11/15/22 Time: 14:13
Sample: 2018 2021
Periods included: 4
Cross-sections included: 26
Total panel (balanced) observations: 104
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.155675	0.034194	-4.552675	0.0000
LEV	0.016781	0.009812	1.710218	0.0904
LIQ	0.010448	0.002691	3.882969	0.0002
PA	0.013662	0.003388	4.032109	0.0001
ROA	-0.031952	0.016492	-1.937425	0.0556
SIZE	0.004868	0.001132	4.301070	0.0000
PM	-1.09E-05	6.14E-05	-0.177079	0.8598

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.005723	0.2956
Idiosyncratic random		0.008834	0.7044

Weighted Statistics			
R-squared	0.410970	Mean dependent var	0.010325
Adjusted R-squared	0.374535	S.D. dependent var	0.011253
S.E. of regression	0.008900	Sum squared resid	0.007683
F-statistic	11.27960	Durbin-Watson stat	1.786683
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan Eviews v.12

Menurut tabel 2, maka dirumuskan persamaan dari model regresi berganda menjadi:

$$CASH = -0.155675 - 0.031952ROA - 1.09E-05PM + 0.013662PA + 0.010448LIQ + 0.016781LEV + 0.004868SIZE + \epsilon$$

Nilai *Adjusted R-Squared* dalam studi ini adalah 37.4535%. Hasil ini mengandung arti

bahwa ROA, PM, PA, LIQ, LEV, dan SIZE memiliki pengaruh atas CASH sebesar 37.4535%, sedangkan sisanya 62.5465% dipengaruhi variabel lainnya. Berdasarkan hasil *Adjusted R-Squared* sebesar 0.374535 yang lebih mendekati ke 0, memiliki arti bahwa keenam variabel independen pada studi ini kurang baik dalam menjelaskan hubungan variasi dengan variabel dependen CASH.

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui bahwa skor probabilitas F statistik merupakan 0.000000. Sehingga skor probabilitas F statistik kurang dari nilai signifikan ($0.0000 < 0.05$), disimpulkan bahwa model regresi berganda tersebut dapat digunakan untuk penelitian ini. Artinya, variabel independen ROA, PM, PA, LIQ, LEV, dan SIZE berpengaruh secara signifikan dan secara simultan terhadap variabel dependen yaitu CASH. Dengan demikian data penelitian layak untuk digunakan dalam penelitian, karena adanya pengaruh yang signifikan saat diuji bersama-sama.

Berdasarkan hasil uji pada tabel 1 dan tabel 2, maka dapat dibaca hasil pengujian hipotesis sebagai berikut:

(1) analisis uji perbedaan CDR terhadap periode normal, selama Covid-19, sesudah Covid-19, diperoleh nilai *Asymp.Sig* bernilai 0.394. Nilai ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* melebihi poin 0.05 ($0.394 > 0.05$). Sehingga H1 ditolak.

(2) Hasil analisis terhadap uji perbedaan ROA terhadap CDR diketahui bahwa *Asymp.Sig* pada ROA bernilai 0.078. Nilai ini menandakan bahwa *Asymp.Sig* dari ROA melebihi poin 0.05 ($0.075 > 0.05$). Sehingga H2 ditolak.

(3) Berdasarkan hasil uji perbedaan PM terhadap CDR memberikan hasil bahwa *Asymp.Sig* variabel PM bernilai 0.364. Nilai ini $0.364 > 0.05$ memiliki arti bahwa *Asymp.Sig* melebihi poin 0.05, sehingga H3 ditolak.

(4) Berdasarkan uji perbedaan PA terhadap CDR, diperoleh hasil terdapat perbedaan yang signifikan antara PA terhadap CDR

karena kategori dalam bagian ini memiliki signifikansi kurang dari 0.05. Oleh karenanya H4 diterima.

(5) Uji perbedaan LIQ terhadap CDR dilihat dari kategori antara *uncertain resilience* dengan *resilient*, maka hasil *Asymp.Sig* diperoleh senilai 0.011 ($0.011 < 0.05$). Sehingga kesimpulannya adalah H5 diterima.

(6) Nilai variabel *leverage* (LEV) tercatat *Asymp.Sig* 0.151 yaitu melebihi poin 0.05 ($0.151 > 0.05$). Sehingga H6 ditolak.

(7) Hasil analisis regresi mencatatkan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0.0556 pada variabel ROA, yaitu melebihi poin 0.05 ($0.0556 > 0.05$). Sehingga kesimpulan diambil bahwa H7 ditolak.

(8) Hasil analisis regresi pada menunjukkan bahwa nilai probabilitas signifikansi variabel PM adalah 0.859 ($0.859 > 0.05$). Sehingga kesimpulannya H8 ditolak.

(9) Hasil analisis regresi penelitian ini memiliki nilai probabilitas signifikansi sebesar 0.0001 pada PA, yaitu kurang dari tingkat signifikansi 0.05 ($0.0001 < 0.05$). Disimpulkan bahwa H9 diterima.

(10) Hasil analisis regresi menyatakan bahwa H10 diterima dengan nilai probabilitas signifikansi LIQ sebesar 0.0002 yaitu lebih kecil dibandingkan kurang dari poin signifikansi 0.05 ($0.0002 < 0.05$).

(11) Analisis regresi penelitian ini menghasilkan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0.0904 pada variabel LEV, yaitu melebihi signifikansi 0.05 ($0.0904 < 0.05$). Sehingga dapat disimpulkan H11 ditolak.

(12) Hasil analisis regresi penelitian ini menunjukkan bahwa SIZE berpengaruh signifikan pada CASH. Ini memiliki arti bahwa H12 diterima. Ini karena variabel SIZE memiliki nilai probabilitas signifikansi sebesar 0.0000 ($0.0000 < 0.05$).

Pembahasan

Hasil uji H1 ditolak. Ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada CDR (*resilient, uncertain resilience, perspective for resilience, non-resilient*)

dalam periode normal, sebelum Covid-19, sesudah Covid-19. Studi ini berlawanan dengan penelitian Wieczorek-Kosmala (2022) dan Sutrisno (2021). Akan tetapi, hasil studi ini sesuai dengan *trade-off theory*, hal ini disebabkan karena *trade-off theory* menciptakan kesetaraan antara biaya yang dikeluarkan dan uang yang dihasilkan. Oleh karena itu, dalam kondisi awal sebelum Covid-19 perusahaan sudah menyimpan *cash holdings* yang sedikit karena kas tersebut digunakan untuk investasi. Selama Covid-19 ini *cash holdings* ini juga sedikit karena minimnya uang yang diterima. Sesudah Covid-19 kembali menyimpan uang kas yang sedikit, karena digunakan uang untuk investasi lagi. Sehingga, tidak ada perubahan dalam *cash-driven resilience* selama periode normal, selama Covid-19, dan sesudah Covid-19.

Hasil uji H2 ditolak. Ini menandakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan ROA terhadap CDR. Studi ini bertentangan dengan riset yang dibuat oleh Wieczorek-Kosmala (2022) maupun pada *agency theory*. Namun riset ini selaras dengan Al-Amarneh (2015). Keadaan ini disebabkan ROA mengukur seberapa efisien pemakaian aset oleh perusahaan. ROA tidak memberikan perbedaan yang signifikan terhadap CDR.

Hasil uji H3 ditolak. Hal ini berarti bahwa tidak terdapat perbedaan PM terhadap CDR. Hasil ini tidak selaras dengan riset Wieczorek-Kosmala (2022) maupun dengan *agency theory*, karena dalam *agency theory* manajer akan mencoba untuk meningkatkan *cash holdings* agar dapat lebih mudah membuat keputusan. Di lain pihak, hasil penelitian ini selaras dengan Amarneh (2015) dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar keuntungan akan menyebabkan CASH untuk berkurang. Dalam PM, tidak ada perbedaan yang signifikan karena PM melihat dengan menggunakan *accrual basis*, sedangkan *cash-driven resilience* ditentukan berdasarkan *cash holdings* yang menggunakan *cash basis*.

Hasil uji H4 diterima. Keadaan ini menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan PA terhadap CDR. Studi ini bertentangan dengan Al-Amarneh (2015) namun selaras terhadap hasil penelitian Wieczorek-Kosmala (2022). Perusahaan yang berada dalam kategori *resilient* dan *uncertain resilience* akan lebih mudah untuk mendapatkan kas sehingga dapat meningkatkan *resilience capabilities*. Ini juga sesuai dengan *agency theory*, karena dapat dilihat bahwa manajer perusahaan dapat meningkatkan *productivity of asset* agar dapat menyimpan lebih banyak *cash holdings*, sehingga menyebabkan *cash-driven resilience* perusahaan untuk setiap kategori memiliki *productivity of asset* yang berbeda.

Hasil uji H5 diterima, yang berarti terdapat perbedaan LIQ atas CDR. Studi ini tidak selaras dengan Al-Amarneh (2015) tetapi searah dengan hasil dari riset Wieczorek-Kosmala (2022). Perusahaan dengan *financial constraint* dimana LIQ tinggi adalah saat berada di kategori *resilient* dan *uncertain resilience*. Keadaan ini menjadi pertanda bahwa *cash flow* perusahaan yang baik maka *liquidity* juga baik. Keadaan ini sesuai *trade-off theory* di mana dengan memiliki kategori *cash-driven resilience* yang baik akan membantu perusahaan untuk dapat membayar utang yang dimilikinya, sehingga masalah *financial* untuk perusahaan yang di kategori *resilient* dan *uncertain resilience* dapat diselesaikan dengan baik. Ini juga memiliki arti bahwa LIQ perusahaan dapat memberikan gambaran dari kategori CDR.

Hasil uji H6 ditolak. Kesimpulan yang didapat adalah tidak terdapat perbedaan LEV atas CDR. Studi ini searah dengan riset Al-Amarneh (2015), yang menghasilkan kesimpulan perusahaan dengan kepemilikan utang (LEV) yang besar akan mengalami CASH yang juga besar. Keadaan ini dikarenakan LEV yang digunakan perusahaan harus tinggi untuk memiliki *cash holdings* yang tinggi. Namun di satu pihak *leverage* merupakan hambatan

secara finansial. Hal ini merupakan kebalikan dari penelitian Wieczorek-Kosmala (2022) dan *trade-off theory*.

Hasil uji H7 ditolak. Keadaan ini memiliki arti bahwa tidak terdapat pengaruh positif ROA atas CASH. Studi ini tidak selaras dengan hasil yang diperoleh Mugumisi & Mawanza (2014); Wieczorek-Kosmala (2022) yang menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat hubungan dan pengaruh positif antara *return on asset* dan *cash holdings*. Penelitian ini juga tidak selaras dengan Aftab et al. (2018); Chistian & Fauziah (2017) yang mengemukakan bahwa ada hubungan negatif *return on asset* atas *cash holdings*. Tetapi hasil studi ini sejalan dengan hasil Romadhoni et al. (2019) yang menghasilkan kesimpulan ROA tidak memengaruhi secara signifikan atas CASH. Hal ini terjadi karena saat ROA meningkat, belum tentu cadangan kas akan ditingkatkan dan dikelola dengan baik oleh manajer perusahaan. Dalam ROA juga hanya menentukan efisiensi dari aset bukan khusus menghasilkan kas. Sehingga, tidak memberikan pengaruh kepada CASH.

Hasil uji H8 ditolak. Oleh karena itu, PM tidak berpengaruh terhadap CASH. Koefisien yang terdapat dalam variabel PM menunjukkan adanya hubungan negatif antara PM dengan CASH. Jadi, tidak ada pengaruh negatif PM terhadap CASH. Studi ini berlawanan dengan *agency theory*, dimana dengan keuntungan yang meningkat dapat menyimpan lebih banyak CASH. Seturut juga pada riset Wieczorek-Kosmala (2022) dimana hasilnya perusahaan yang cenderung memiliki nilai PM yang rendah akan menyimpan uang kas lebih banyak. Namun studi ini sesuai dengan hasil Manoel et al. (2018) yang menyatakan bahwa antara *profit margin* dengan *cash holdings* tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Hal ini dikarenakan PM menggunakan *accrual basis*. Jadi, karena adanya perbedaan prinsip ini maka PM menjadi tidak berpengaruh atas CASH.

Hasil uji H9 diterima, yaitu bahwa terdapat pengaruh positif PA terhadap

CASH. Studi ini tidak sejalan dengan penelitian Xin & Xu (2006) yang tidak menemukan pengaruh yang signifikan antara PA dan CASH. Tetapi studi ini selaras dengan hasil penelitian Wieczorek-Kosmala (2022). Saat perusahaan produktif menggunakan asetnya maka perusahaan dapat meningkatkan penjualan dan menyimpan pendapatan menjadi uang kas untuk *cash holdings*. Sehingga, terdapat hubungan positif antara PA terhadap CASH. Studi ini sejalan dengan *agency theory*.

Hasil uji H10 diterima. Studi ini bertolak belakang dengan *trade-off theory*. *Trade-off theory* mengemukakan bahwa perusahaan dengan LIQ yang tinggi, seharusnya mempunyai CASH yang rendah. Hal ini disebabkan karena aset lancar yang dimiliki cukup untuk membayar utang jangka pendek. Namun di satu sisi tidak sesuai dengan penelitian Ahmad & Adaoglu (2019); Zulyani & Hardiyanto (2019) yang mendapati hasil tidak ada hubungan antara LIQ dan CASH. Di lain sisi, studi ini selaras dengan penelitian Wieczorek-Kosmala (2022) dan Jebran et al. (2019). Perusahaan cenderung akan meningkatkan LIQ saat perusahaan sedang mengalami masalah keuangan. Peningkatan LIQ secara tidak langsung juga meningkatkan kas, karena dalam LIQ mengandung *current asset* yaitu kas.

Hasil uji H11 ditolak. Sehingga, ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat pengaruh positif LEV atas CASH. Studi ini melawan *trade-off theory*. Hal ini disebabkan karena seharusnya LEV dapat menggantikan uang tunai. Studi ini tidak selaras dengan penelitian Aftab et al. (2018); Suwito & Yanti (2021); dan Wieczorek-Kosmala (2022) yang menyatakan bahwa LEV didapati hubungan negatif yang signifikan terhadap CASH. Hasil ini selaras dengan penelitian Manoel et al. (2018) yang menunjukkan bahwa tidak ada hubungan signifikan variabel LEV atas CASH. Penyebabnya adalah adanya perbedaan prinsip di mana LEV memberikan syarat dan restriksi, tetapi kas memberikan kebebasan.

Sehingga, LEV tidak dapat memberikan pengaruh pada CASH.

Hasil uji H12 diterima. Oleh karena itu, terdapat pengaruh positif SIZE terhadap CASH. Studi ini berlawanan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chireka & Bamidele Fakoya (2017). Namun sejalan dengan *trade-off theory*, karena dalam teori tersebut menyatakan bahwa ukuran dari perusahaan akan memengaruhi *cash holdings* yang dimiliki perusahaan. Motif memegang uang untuk melakukan transaksi, akan membuat perusahaan menyimpan uang tunai berdasarkan kebutuhan operasionalnya. Jadi semakin besar suatu perusahaan, maka semakin besar juga uang kas yang harus disimpan. Studi ini juga serupa dengan penelitian Aftab et al. (2018); Wieczorek-Kosmala (2022); Jebran et al. (2019) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif variabel SIZE atas CASH.

Simpulan dan Saran

Simpulan

Menurut studi ini dapat ditarik kesimpulan bahwa pemegang saham, manajer, dan peneliti selanjutnya tidak perlu melihat perbedaan CDR sebelum Covid-19 dan saat Covid-19. Hal ini dikarenakan tidak memberikan perbedaan yang signifikan saat membuat keputusan untuk perusahaan. Berdasarkan penelitian ini juga perusahaan tidak perlu memikirkan ROA, PM, dan LEV saat melihat kategori CDR dari perusahaan.

Pemegang saham dan manajer diharapkan dapat memperhatikan perbedaan PA dan LIQ terhadap CDR. Dengan melihat PA, perusahaan dapat mengetahui posisi dalam CDR. Di mana perusahaan yang memiliki PA yang tinggi adalah perusahaan dengan kategori *resilient* dan *uncertain resilience*. Sedangkan perusahaan dengan PA yang rendah berada dalam kategori *perspective of resilience* dan *non-resilient*.

Perusahaan yang memiliki LIQ yang tinggi, akan berada dalam kategori *resilient* dan *uncertain resilience*. Tetapi, LIQ yang rendah dapat ditemukan pada

kategori *perspective for resilience* dan *non-resilient*. Sehingga, akan membantu untuk membedakan tipe kategori dalam CDR.

Penelitian ini menunjukkan tidak terdapat pengaruh ROA, PM, dan LEV terhadap CASH. Sehingga ketiga variabel tersebut bukan faktor penentu saat menetapkan *cash holdings* perusahaan.

Tetapi dalam penelitian ini dapat ditemukan bahwa PA, LIQ, dan SIZE berpengaruh positif atas CASH. Karenanya pemegang saham dan para manajer disarankan untuk memerhatikan ketiga variabel ini untuk dijadikan pertimbangan saat membuat keputusan terhadap *cash holdings*.

PA dapat dipakai untuk melihat seberapa efisien perusahaan menghasilkan *sales* dengan kepemilikan aset. Dengan bertambah produktif aset maka bertambah banyak juga *sales* yang dihasilkan, sehingga kas dapat meningkat dan menjadi panduan untuk CASH. LIQ yang meningkat akan menyebabkan CASH untuk bertambah. Hal ini disebabkan karena kas termasuk dalam *current asset*. Sehingga saat CASH meningkat maka LIQ juga meningkat CASH mendapat pengaruh dari SIZE. Keadaan ini disebabkan ukuran perusahaan akan membuat kas yang disimpan perusahaan berbeda berdasarkan operasional kegiatan perusahaan.

Keterbatasan

Keterbatasan studi ini adalah ditinjau dari sampel yang diambil terbatas untuk tahun 2018-2021, sehingga kurun waktu yang pendek dapat mengurangi ketepatan keadaan yang sesungguhnya. Keterbatasan lain adalah studi ini hanya menggunakan enam variabel independen yaitu ROA, PM, PA, LIQ, LEV, dan SIZE. Faktor yang memengaruhi *cash holding* akan lebih tepat dijelaskan melalui tambahan variabel independen lainnya. Dengan keterbatasan banyaknya perusahaan yang dipakai menjadi sampel, dapat memengaruhi hasil dari studi ini. Studi ini hanya mengambil data dari industri manufaktur. Dengan menambahkan

perusahaan dengan industri yang berbeda dapat memberikan hasil yang bervariasi dengan studi ini.

Saran

Saran yang akan diberikan untuk peneliti selanjutnya adalah, yang pertama, diharapkan dapat menambah atau mengganti *dependent variable* ROA, PM, PA, LIQ, LEV, dan SIZE dengan *free cash flow*, *capital expenditure*, yang dapat memengaruhi CASH dan juga yang akan memiliki perbedaan dengan CDR. Kedua, penelitian berikutnya dapat menambah atau mengganti sektor industri yang lain seperti konstruksi, perkebunan, pertanian dan lain-lain. Hal ini bermanfaat untuk melihat *cash-driven resilience* dari perusahaan industri lainnya saat pandemi Covid-19. Ketiga, Peneliti selanjutnya dapat mengetahui bahwa pada penelitian ini yang berdampak memiliki perbedaan merupakan PA dan LIQ terhadap CDR. Sehingga, peneliti selanjutnya dapat lebih fokus pada kedua variabel ini. Keempat, penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan analisis lebih dalam tentang cara untuk mendukung perusahaan dan memberikan paduan terhadap perusahaan untuk memutuskan tingkat optimal CASH dan juga untuk menentukan kategori dalam CDR.

Daftar Pustaka

- Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). The Risk of Being a Fallen Angel and the Corporate Dash for Cash in the Midst of COVID. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430–471. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa013>
- Aftab, U., Javid, A. Y., & Akhter, W. (2018). The Determinants of Cash Holdings around Different Regions of the World. *Business & Economic Review*, 10(2), 151–182. <https://doi.org/10.22547/BER/10.2.7>
- Agung, S. W., & Hadinugroho, B. (2019). Analisis Firms Size, Profitabilitas dan Leverage Terhadap Cash Holding pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2016–2018. *Prosiding Seminar Nasional Fakultas Ekonomi Untidar*, 20–35. <https://core.ac.uk/works/75542274>
- Ahmad, W., & Adaoglu, C. (2019). Cash management in the travel and leisure sector: evidence from the United Kingdom. *Applied Economics Letters*, 26(7), 618–621. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1488050>
- Al-Amarneh, A. (2015). Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: Evidence from Jordan. *International Business Research*, 8(5), 212–222. <https://doi.org/10.5539/ibr.v8n5p212>
- Chireka, T., & Bamidele Fakoya, M. (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., & Fauziah, F. (2017). Faktor-Faktor Penahanan Dana (Cash Holding). *Global Financial Accounting Journal*, 1(1). <https://journal.uib.ac.id/index.php/gfa/article/view/203/165>
- Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & García-Gómez, C. D. (2019). The impact of geopolitical risks on cash holdings of hospitality companies: Evidence from emerging countries. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 39, 166–174. <https://doi.org/10.1016/j.jhtm.2019.04.004>
- Eggers, F. (2020). Masters of disasters? Challenges and opportunities for SMEs in times of crisis. *Journal of Business Research*, 116, 199–208. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.025>
- Flugum, R., Harper, J., & Sun, L. (2021). Employee performance and corporate cash holdings. *International Journal*

- of *Managerial Finance*, 17(1), 97–117. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2019-0280>
- George, D., & Mallery, P. (2019). *IBM SPSS Statistics 26 Step by Step* (16th ed.). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780429056765>
- Jebran, K., Iqbal, A., Bhat, K. U., Khan, M. A., & Hayat, M. (2019). Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent periods: evidence from an emerging economy. *Financial Innovation*, 5(1), 3. <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0116-y>
- Kasmir. (2017). *Analisis Laporan Keuangan* (11th ed.). Rajawali Pers. <https://www.rajagrafindo.co.id/produk/analisis-laporan-keuangan/>
- Manoel, A. A. S., da Costa Moraes, M. B., Santos, D. F. L., & Neves, M. F. (2018). Determinants of corporate cash holdings in times of crisis: insights from Brazilian sugarcane industry private firms. *International Food and Agribusiness Management Review*, 21(2), 201–218. <https://doi.org/10.22434/IFAMR2017.0062>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Mugumisi, N., & Mwanza, W. (2014). Corporate cash holding under liquidity crisis: A Panel analysis of Zimbabwean firms. *The International Journal's Research Journal of Economics and Business Studies*, 3(3), 66–76.
- Ogundipe, L. O., Ogundipe, S. E., & Ajao, S. K. (2012). Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence from Nigerian Emerging Market. *Journal*, 1(2), 45–58. <https://dergipark.org.tr/en/pub/jbef/issue/32420/360522>
- Ranajee, R., & Pathak, R. (2019). Corporate cash holding during crisis and beyond: what matters the most. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4), 492–510. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2018-0085>
- Romadhoni, R., Kufepaksi, M., & Hendrawaty, E. (2019). Faktor – Faktor yang mempengaruhi Cash Holding Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017. *The Manager Review*, 1(2), 124–139. <https://doi.org/10.33369/tmr.v1i2.9328>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta. <https://cvalfabeta.com/product/metode-penelitian-kuantitatif-kualitatif-dan-rd-mpkk/>
- Sutrisno, B. (2021). Covid-19 and Corporate Cash Holdings in Indonesia. *Indonesian Financial Review*, 1(1), 11–17. <https://doi.org/10.55538/ifr.v1i1.2>
- Suwito, A., & Yanti, D. (2021). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Cash Holding Sebelum dan Selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Ekonomi*, 26(11), 59–82. <https://doi.org/https://doi.org/10.24912/je.vi>
- Wieczorek-Kosmala, M. (2022). A study of the tourism industry's cash-driven resilience capabilities for responding to the Covid-19 shock. *Tourism Management*, 88, 104396. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2021.104396>
- Xin, Y., & Xu, L. P. (2006). The determinants of cash holdings in China's listed companies: financial characteristics, ownership structure and governance environment. *China Accounting Review*, 2, 307–320.

https://en.cnki.com.cn/Article_en/CJFDTotal-ZKJP200602008.htm

Zulyani, Z., & Hardiyanto, H. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Cash Holdings pada Perusahaan Pelayaran di Indonesia. *Inovbiz: Jurnal Inovasi Bisnis*, 7(1), 8. <https://doi.org/10.35314/inovbiz.v7i1.946>