

## Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap *Cash Holdings* pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia

Ashry Natasya Puteri<sup>1</sup>, Khoirunnisa Primalia<sup>2</sup>, Garvin Muhamad Verdiansyah<sup>3</sup>,  
Farah Margaretha Leon<sup>4</sup>

<sup>1,2,3,4</sup> Universitas Trisakti Email: [ashryntsya@gmail.com](mailto:ashryntsya@gmail.com); [kprimalia@gmail.com](mailto:kprimalia@gmail.com);  
[garvinmuhammad@gmail.com](mailto:garvinmuhammad@gmail.com); [farahmargaretha@trisakti.ac.id](mailto:farahmargaretha@trisakti.ac.id)

### ARTICLES INFORMATION

### ABSTRACT

**JURNAL SEKURITAS**  
(Saham, Ekonomi, Keuangan  
dan Investasi)

Vol.5, No.2, Januari 2022  
Halaman : 181 – 195

© LPPM & Prodi Manajemen  
UNIVERSITAS PAMULANG

ISSN (online) : 2581-2777  
ISSN (print) : 2581-2696

#### Keyword :

Tata Kelola, Struktur Kepemilikan,  
Kepemilikan Kas

#### JEL. classification :

G32,G34

#### Contact Author :

**PRODI MANAJEMEN UNPAM**  
JL.Surya Kencana No.1  
Pamulang Tangerang Selatan –  
Banten  
Telp. (021) 7412566, Fax (021) 7412491  
Email :  
[sekuritas@unpam.ac.id](mailto:sekuritas@unpam.ac.id)

Struktur kepemilikan sebagai mekanisme tata kelola perusahaan sering menjadi perdebatan bagi para pemangku kepentingan di negara berkembang, seperti Indonesia. Struktur kepemilikan menandakan bahwa investor memiliki kepemilikan kas yang menandakan peluang investasinya. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap kepemilikan kas pada 16 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2020. Penelitian ini menggunakan Metode Regresi Data Panel untuk menguji pengaruh variabel independen (kepemilikan asing, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial) dan variabel kontrol (profitabilitas) terhadap kepemilikan kas. Hasil penelitian menemukan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan saham keluarga yang tinggi, serta kepemilikan saham institusional dan manajerial yang rendah akan memiliki kepemilikan kas yang juga tinggi. Penelitian ini tidak menemukan pengaruh yang signifikan antara kepemilikan asing dan profitabilitas terhadap kepemilikan kas.

*Ownership structure as a corporate governance mechanism is often a goal for stakeholders in developing countries, such as Indonesia. The ownership structure indicates that investors have cash holdings, which indicate their investment opportunities. This study aims to examine the effect of corporate ownership structure on cash holdings in 16 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the 2015-2020 period. This study uses the Panel Data Regression Method to examine the independent influence variables (foreign ownership, family ownership, institutional ownership, and managerial ownership) and the control variable (profitability) on cash holdings. The results of the study found that companies that have high family shareholdings, as well as low institutional and managerial ownership will have high cash holdings. This study did not find a significant effect between foreign ownership and profitability on cash holdings.*



## A. PENDAHULUAN

Seiring berjalannya waktu, kegiatan industri di seluruh dunia selalu berkembang dan menjadi lebih modern. Di negara berkembang seperti Indonesia, industri manufaktur sebagai sektor yang memproduksi barang dan jasa, memiliki kontribusi besar dalam menopang perekonomian nasional. Kementerian Perindustrian sebagai institusi yang berwenang dalam perindustrian di Indonesia menyatakan bahwa 20,5 persen perekonomian nasional disumbang oleh industri manufaktur. Bursa Efek Indonesia (BEI) menyatakan bahwa sampai akhir tahun 2020 lalu telah terdaftar 193 perusahaan manufaktur di Indonesia, yang mana perusahaan tersebut telah mempublikasi struktur kepemilikan sahamnya (*ownership structure*) dalam laporan tahunan masing-masing. Menurut Aslam, Kalim, & Fizza (2019), adanya struktur kepemilikan dalam sebuah perusahaan mencerminkan bahwa perusahaan tersebut telah memiliki kepemilikan kas (*cash holdings*) yang cukup dalam peluang investasi, di mana menjadi fokus utama bagi investor. Keselarasan kepentingan antara para investor dalam struktur kepemilikan penting dalam menentukan keberhasilan pengelolaan *cash holdings* (Alghadi, Al Nsour, & Alzyadat., 2021).

Ketidakstabilan kondisi ekonomi akibat pagebluk Covid-19 yang mewabah di Indonesia telah menyadarkan perusahaan akan kedudukan likuiditas yang konsekuensial (Ridha, Wahyuni, & Sari., 2019). Hal ini dapat dibuktikan dengan tindakan perusahaan yang mengelola *cash holdings* secara optimal demi meminimalisir risiko likuiditas. Di sisi lain, kepemilikan kas juga sering bersifat kontradiktif dengan struktur kepemilikan perusahaan. Namun, tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang diatur dengan tepat akan mampu mengontrol *cash holdings* (Salehi, Adibian, Sadatifar, & Khansalar., 2021). Tata kelola perusahaan yang baik mampu menghasilkan keuntungan melalui tingginya *cash holdings*, sehingga ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal akan semakin rendah (Aslam et al., 2019). Menurut Kao, Hodgkinson, & Jaafar (2019) dan Shan, Troshani, & Tarca (2019), struktur kepemilikan terbagi menjadi kepemilikan institusional (*institutional ownership*), kepemilikan asing (*foreign ownership*), kepemilikan keluarga (*family ownership*), dan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Menurut Zaid, Abuhijleh, & Pucheta-Martinez (2020), adanya diversifikasi pada struktur kepemilikan perusahaan tersebut menunjukkan bahwa para pemangku kepentingan memiliki kepentingan yang berbeda dalam kebijakan *cash holdings*, di mana hal tersebut dapat memicu terjadinya konflik keagenan (*agency conflict*).

Kepemilikan asing yang tinggi mengindikasikan perusahaan memiliki tingkat *cash holdings* yang juga tinggi (Alghadi et al., 2021). Hal ini dikarenakan kepemilikan asing dapat menggunakan kontrolnya untuk mengurangi konflik keagenan dan menurunkan biaya agensi (*agency costs*) dengan menyelaraskan kepentingan antara pemangku kepentingan dalam struktur kepemilikan perusahaan. Sebagai lembaga penyedia jasa transaksi investasi terpercaya, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menyebutkan bahwa pada tahun 2019 terdapat 51,85% kepemilikan asing di Indonesia, di mana jumlah tersebut melebihi nilai kepemilikan domestik di tahun yang sama, yaitu sebesar 48,15%. Kepemilikan asing yang tinggi daripada kepemilikan domestik menandakan bahwa perusahaan-perusahaan di negara berkembang, seperti Indonesia sangat membutuhkan kepemilikan asing untuk meminimalisir asimetri informasi dan mengoptimalkan kecanggihan teknologi.

Kepemilikan keluarga berperan sebagai pemegang saham pengendali dalam sebuah struktur kepemilikan perusahaan. Kedudukan kepemilikan keluarga dalam mempengaruhi *cash holdings* cenderung dimanfaatkan untuk kepentingan individu yang mengarah pada pengambilalihan pemegang saham minoritas (Yun, Ahmad, Jebran, & Muhammad., 2021). Hal tersebut dapat dipicu oleh perlindungan yang lemah atas hak pemegang saham minoritas yang memicu pemegang saham keluarga untuk mengakses cadangan kas yang besar demi keuntungan pribadi. Albedal, Hamdan, & Zureigat (2020) dalam penelitiannya menemukan pengaruh negatif kepemilikan keluarga terhadap *cash holdings*. Semakin tinggi kepemilikan keluarga, semakin besar kendali mereka untuk memanfaatkan *privilege* dalam



menumpuk kas semaksimal mungkin demi keuntungan pribadi, sehingga *cash holdings* akan semakin rendah.

Kepemilikan institusional di perusahaan cenderung memiliki persentase terbesar di antara struktur kepemilikan lainnya. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan institusional terdiri dari gabungan kepemilikan institusi asing dan domestik, yang dapat mengendalikan portofolio pasar (Kao et al., 2019). Jika investor institusional mampu membantu mengurangi konflik keagenan, maka hubungan antara investor institusional dan *cash holdings* adalah negatif. Hal tersebut dikondisikan ketika investor institusional berada di bawah tata kelola perusahaan yang lemah, investor dapat menggunakan kendalinya untuk mengejar keuntungan.

Kepemilikan manajerial pada dasarnya terdiri dari kepemilikan saham oleh internal perusahaan, seperti jajaran direktur dan komisioner pada perusahaan tersebut. Kompetensi manajemen perusahaan yang profesional sangat diperlukan dalam mengelola *cash holdings* sebagai indikator yang menentukan keberhasilan bisnis, baik dalam meningkatkan nilai pemegang saham maupun meminimalkan biaya (Ozordi, Adetula, Eluyela, Aina, & Ogabi., 2019). Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *cash holdings* (Kristanto HC & Hanafi, 2019). Kepemilikan manajerial yang meningkat dipicu oleh tingginya tingkat kendali direktur dan komisaris perusahaan pada kepemilikan saham. Hal tersebut akan memaksimalkan penyimpanan kas dan nilai perusahaan.

Sektor industri manufaktur di negara berkembang seperti Indonesia memiliki peluang pertumbuhan yang optimal karena posisinya sebagai industri yang memproduksi kebutuhan masyarakat. Pertumbuhan dalam suatu perusahaan bergantung pada proporsi *cash holdings* yang dimiliki oleh masing-masing perusahaan. Berdasarkan penjabaran fenomena dan latar belakang, dapat disimpulkan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap *cash holdings* pada sektor manufaktur di Indonesia perlu dieksplorasi lebih lanjut. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat pengaruh kepemilikan asing, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial terhadap *cash holdings*, serta apakah profitabilitas sebagai variabel kontrol memiliki pengaruh terhadap *cash holdings*.

Perusahaan memiliki kas sebagai aset atau kekayaan internal yang berguna untuk kegiatan operasi dan investasi. Kepemilikan kas (*cash holdings*) merupakan besaran kas atau uang tunai yang dimiliki oleh perusahaan itu sendiri untuk kemudian diinvestasikan ke dalam aktiva berwujud atau didistribusikan kepada pemegang saham (Gill & Shah, 2011). Dari pernyataan tersebut, dapat disimpulkan bahwa besar kecilnya *cash holdings* dipengaruhi oleh keberadaan struktur kepemilikan perusahaan. *Cash holdings* mencerminkan intensitas perusahaan pada perolehan dana internal, sehingga perusahaan tidak perlu bergantung pada pendanaan eksternal, dan dengan begitu perusahaan dapat terlindung dari kemungkinan risiko investasi yang berdampak buruk bagi kekayaan pemegang saham (Ogundipe, Ogundipe, & Ajao., 2012). Pengelolaan kas yang kurang optimal akan menjadi pertanyaan bagi pemangku kepentingan dan pengguna laporan keuangan.

## B. KAJIAN LITERATUR

Kepemilikan asing menunjukkan peran individu atau institusi luar negeri dalam mengklaim saham suatu perusahaan. Kepemilikan asing merupakan salah satu investor profesional dalam sebuah perusahaan, selain investor pemerintah dan investor institusional (Zaid et al., 2020). Perusahaan dengan investor profesional cenderung berorientasi dalam jangka panjang untuk meningkatkan reputasi mereka dan tidak lagi terpaku pada proporsi kepemilikan kas (Oh, Chang, Martynov., 2011). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa investor asing dapat membantu perusahaan mengurangi biaya agensi (Chen, El Ghouli, Guedhami, & Wang., 2017). Hal ini dikarenakan investor asing memiliki lebih banyak pengalaman dalam investasi internasional. Selain itu, investor asing juga memiliki keahlian dan teknologi keuangan yang lebih baik ketika akan memutuskan untuk melakukan bisnis lintas negara. Investor asing akan memantau manajemen perusahaan secara lebih efektif



(Thi, Tran, & Doan., 2021). Menurut Desender, Aguilera, Lopezpuertas-Lamy, & Crespi (2016) investor asing yang berorientasi pada pemegang saham dan dapat mengaktifkan mekanisme pemantauan dewan. Hal tersebut menyiratkan bahwa investor asing memperjuangkan *cash holdings* pilihan mereka di pasar negara berkembang di bawah krisis keuangan.

Kepemilikan keluarga mengarah pada kepemilikan saham perusahaan yang dikendalikan oleh mayoritas anggota keluarga, seperti ayah, ibu, anak, paman, dan sebagainya. Akan tetapi, tidak menutup kemungkinan jika kepemilikan keluarga masuk dalam struktur kepemilikan perusahaan non-keluarga, yang berarti perusahaan tersebut tidak berfokus pada kepemilikan keluarga dan biasanya kepemilikan keluarga di perusahaan tersebut merupakan pemilik saham minoritas (Srinidhi, He, & Firth., 2014). Boonlert-U-Thai & Sen (2019) menyatakan bahwa perusahaan yang mayoritas sahamnya dipegang oleh kepemilikan keluarga, kualitas labanya cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya berada di level minoritas. Ajanthan & Kumara (2017) menemukan bahwa peran kepemilikan keluarga melibatkan dualitas kepemilikan perusahaan. Hal ini terbukti pada beberapa kepemilikan saham oleh keluarga seringkali ditemukan persentase tertentu yang juga merupakan kepemilikan manajerial karena individunya saling memiliki hubungan afiliasi. Kas perusahaan dapat dipantau secara efisien oleh kepemilikan keluarga, sehingga hal ini memberikan dampak pengurangan masalah keagenan (Khalil & Ali, 2015). Anggota keluarga juga cenderung memegang kas perusahaan dalam jumlah yang besar untuk mencapai kepentingan keluarga tersebut. Paparan penelitian sebelumnya mengindikasikan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh signifikan terhadap *cash holdings*.

Kepemilikan institusional mengacu pada tingkat kontribusi investor institusi, baik domestik maupun asing dalam mengklaim kepemilikan saham perusahaan tertentu. Investor institusional dapat berupa lembaga pemerintahan, lembaga keuangan, badan hukum, yayasan, dan lembaga lainnya. Pada umumnya, investor institusional merupakan tipe investor dengan prospek jangka panjang yang memiliki kepemilikan terbesar dalam sebuah perusahaan (Rahmani, Rostami, & Ghorbani., 2015). Prospek jangka panjang dan dominasi kepemilikan tersebut merefleksikan dominasi wewenang yang kemudian dimanfaatkan untuk menguasai bagian investasi perusahaan dan mengawasi kinerja manajerial secara menyeluruh, salah satunya dengan cara mempengaruhi *cash holdings* perusahaan. Pada umumnya, perusahaan yang sudah matang dalam progres bisnisnya cenderung terhindar dari masalah arus kas bebas. Dengan demikian, kontribusi kepemilikan institusional oleh perusahaan tersebut seharusnya lebih kentara terhadap *cash holdings* di perusahaan yang diinvestasikan.

Studi yang dilakukan oleh Al-Najjar & Clark (2017) di wilayah MENA menyiratkan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan memicu investor untuk menimbun cadangan kas demi meningkatkan keuntungan pribadi. Kepemilikan institusional akan mengurangi *cash holdings* jika masalah keagenan yang timbul akibat dominasi wewenang institusi semakin tinggi Brown, Chen, & Shekhar (2012). Masalah keagenan akan memicu lonjakan biaya agensi, sehingga *cash holdings* semakin rendah.

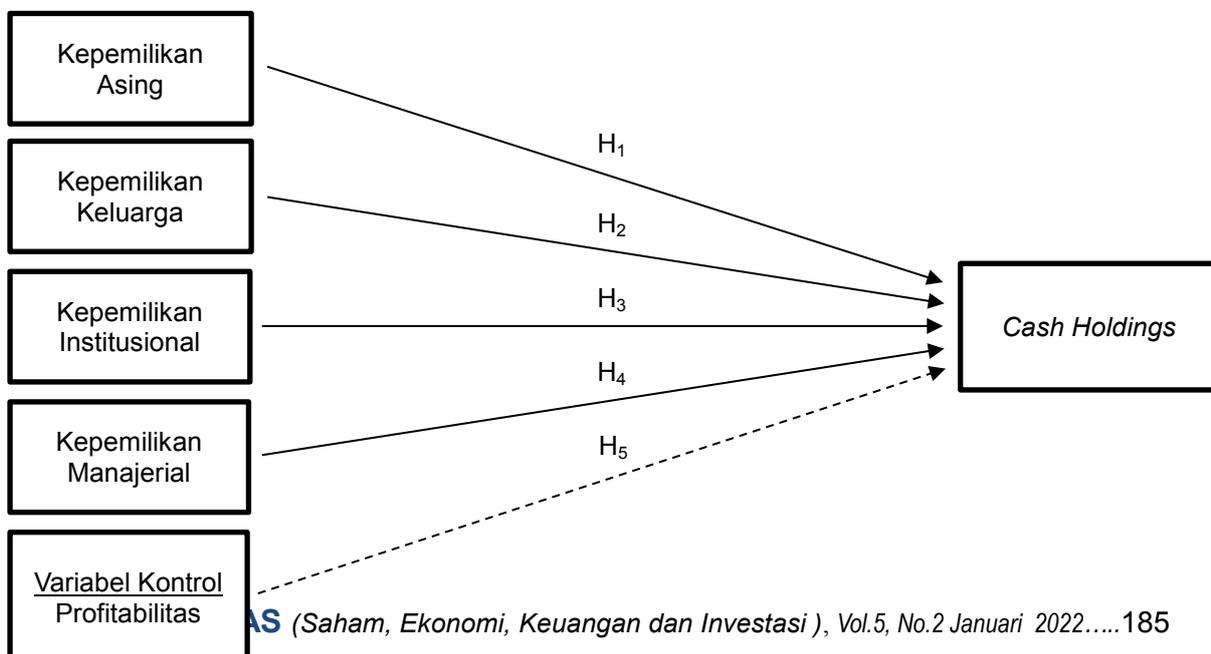
Kepemilikan manajerial mengacu pada jumlah kepemilikan saham perusahaan yang terkonsentrasi pada direktur atau komisaris di struktur dewan (Qa'dan & Suwaidan, 2019). Kepemilikan manajerial diakui sebagai solusi atas konflik keagenan karena berperan dalam menyelaraskan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham lainnya (Basheer., 2014; Hoang, Nguyen, & Hu., 2017; dan Sheikh & Wang., 2012). Teori keagenan menyebutkan bahwa aktivitas manajemen cenderung memanfaatkan *cash holdings* secara optimal karena hakikat kas sebagai sumber pendanaan internal yang minim biaya dan risiko. Dari pernyataan tersebut, keberhasilan suatu perusahaan sangat ditentukan oleh peran manajemen dalam mengelola *cash holdings* melalui proporsi kepemilikan sahamnya. Pengelolaan kas yang tidak efektif dan efisien oleh manajer memungkinkan perusahaan untuk menghadapi konflik keagenan yang lebih serius. Tingkat *cash holdings* yang lebih rendah sangat direkomendasikan dalam kaitannya dengan biaya keagenan (Helmi, Basheer,



& Hassan., 2019). Desender, Aguilera, Crespi, & Garcia-Cestona (2013) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan, semakin besar stimulus yang dapat dihasilkan untuk mengatasi konflik keagenan. Dengan demikian biaya agensi menjadi semakin rendah dan *cash holdings* semakin besar. Sebaliknya, Elyasiani & Zhang (2015) berpendapat bahwa *cash holdings* berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Ketika kepemilikan saham oleh manajer meningkat, manajer cenderung bertindak untuk menahan kelebihan uang tunai untuk memenuhi kepentingan mereka sendiri, sehingga *cash holdings* menjadi semakin rendah.

Profitabilitas menggambarkan kapabilitas perusahaan dalam menciptakan laba yang bermanfaat bagi kelangsungan bisnis. Menurut Elekdag, Malik, & Mitra (2020), profitabilitas perusahaan dapat diukur lewat perhitungan *return-on-assets* (ROA) dan *return-on-equity* (ROE). ROA mengukur tingkat laba yang didapat dari pengelolaan aset, sedangkan ROE mengukur tingkat laba yang didapat dari pengelolaan modal (Manoppo, 2015). Ketidakpastian ekonomi dalam perusahaan seringkali membuat perusahaan harus menyesuakannya dengan pengelolaan kas. Jika kondisi ekonomi perusahaan berada dalam kondisi baik atau perusahaan untung, tidak disarankan untuk menahan ekstra kas karena dalam kondisi tersebut peluang perusahaan untuk berinvestasi sangat tinggi (Mun & Jang, 2015). Sebaliknya, jika kondisi ekonomi perusahaan buruk atau perusahaan rugi, pencadangan kas dalam jumlah banyak sangat disarankan untuk mengantisipasi kemungkinan risiko yang muncul. Abdioğlu (2016) menemukan bahwa tingginya profitabilitas tidak memungkinkan perusahaan untuk berinvestasi jika perusahaan sedang berada dalam kondisi kekurangan aset likuid atau *cash holdings*-nya rendah. Di sisi lain, tinggi rendahnya profitabilitas suatu perusahaan dapat menciptakan dilema bagi profitabilitas perusahaan dalam mempengaruhi *cash holdings*-nya (Abushammala & Sulaiman, 2014).

*Cash holdings* dalam suatu perusahaan merefleksikan kecenderungan perusahaan pada perolehan dana internal, yang nantinya dapat diinvestasikan ke dalam aset berwujud atau didistribusikan kepada pemegang saham. *Cash holdings* dapat diamati melalui proporsi aset yang paling likuid dari seluruh aset bersih yang dimiliki perusahaan (Alghadi et al., 2021). Beberapa penelitian terdahulu meyakinkan bahwa *cash holdings* ditentukan oleh seberapa besar proporsi struktur kepemilikan yang terdapat pada suatu perusahaan. Vo (2018) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan asing terhadap *cash holdings* dan mengindikasikan pengaruh positif signifikan. Yun et al. (2021) mengkaji pengaruh kepemilikan keluarga terhadap *cash holdings* dan hasil penelitiannya menemukan pengaruh negatif, karena rendahnya tingkat kontribusi anggota keluarga dalam kepemilikan saham akan meningkatkan kualitas dan kuantitas pengelolaan kas. Sementara itu, Al-Najjar & Clark, 2017 dan Mohd, Latif, & Saleh (2015) masing-masing dalam studinya menemukan pengaruh positif kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial terhadap *cash holdings*.



Keberadaan kepemilikan asing diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui pengelolaan kas secara efisien. Pada dasarnya, investor asing cenderung menanamkan modalnya pada perusahaan besar yang memiliki progres yang optimal. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan pengaruh kepemilikan asing terhadap *cash holdings*. Berdasarkan studi yang dilakukan oleh DeFond, Hu, Hung, & Li (2011), kepemilikan asing yang tinggi mampu mengurangi biaya agensi, sehingga akan meningkatkan tingkat *cash holdings*. Pengaruh positif kepemilikan asing terhadap *cash holdings* juga diakui oleh penelitian yang dilakukan oleh Alghadi et al. (2021) pada 100 perusahaan di Arab Saudi. Sementara itu, Loncan (2018) justru menemukan pengaruh negatif kepemilikan asing terhadap *cash holdings*. Kepemilikan asing mempengaruhi efisiensi keuangan secara terbatas, bahkan tidak menyebabkan peningkatan laba bagi perusahaan (Dang, Pham, Nguyen, & Nguyen., 2020). Di sisi lain, Azinfar & Shiraseb (2016) menyebutkan bahwa kepemilikan asing tidak signifikan dalam mempengaruhi *cash holdings*. Hal ini didasari oleh hakikat kepemilikan asing sebagai salah satu jenis investor professional yang lebih berorientasi dalam jangka panjang untuk meningkatkan reputasi mereka dan tidak lagi terpaku pada proporsi *cash holdings*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis pertama dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan asing mempengaruhi *cash holdings*

Kepemilikan keluarga dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui kedudukan mereka yang memegang posisi di manajemen puncak. Lozano & Durán (2017) menyatakan pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap *cash holdings*, di mana penelitiannya menemukan bahwa perusahaan di 16 negara Eropa Barat yang memiliki kepemilikan keluarga cenderung menargetkan tingkat *cash holdings* yang lebih tinggi daripada struktur kepemilikan lainnya. Kepemilikan keluarga juga dapat berpengaruh negatif terhadap *cash holdings*. Kepemilikan keluarga memiliki komitmen yang kuat untuk menduduki posisi substansial dalam kepemilikan perusahaan (Alghadi et al., 2021). Tingkat kepemilikan keluarga yang tinggi cenderung meningkatkan masalah keagenan akibat dari tindakan investor keluarga yang memanfaatkan kendalinya (Yun et al., 2021). Hal tersebut menyebabkan peningkatan pada biaya agensi dan pada akhirnya membuat cadangan kas perusahaan menjadi semakin rendah. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis kedua dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Kepemilikan keluarga mempengaruhi *cash holdings*

Kepemilikan institusional dalam perusahaan berfungsi untuk mengontrol kegiatan manajerial perusahaan, di mana perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi memiliki cadangan kas yang lebih besar. Hal tersebut dapat dipicu oleh kedudukan investor institusional sebagai pemegang saham dengan kepemilikan yang relatif lebih besar (Zhang, Zhu, & Ding., 2013). Al-Najjar & Clark (2017) menyatakan terdapat pengaruh positif signifikan antara kepemilikan institusional dengan *cash holdings*, di mana para investor institusional bertujuan untuk memaksimalkan keuntungan pribadi mereka melalui *cash holdings* yang tinggi. Megginson, Ullah, & Wei (2014) menyebutkan pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap *cash holdings*. Adanya kepemilikan institusional seperti reksa dana dan dana pensiun memungkinkan perusahaan untuk mengeluarkan lebih banyak *cash holdings*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis ketiga dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Kepemilikan institusional mempengaruhi *cash holdings*

Kepemilikan manajerial cenderung membatasi pemangku kepentingan eksternal untuk memiliki kontrol dan mempengaruhi perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh adanya pengaruh internal yang mengendalikan dan mempengaruhi keberhasilan perusahaan secara langsung, terutama dalam *cash holdings*-nya. Mohd et al. (2015) mengindikasikan pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap *cash holdings*. Tingginya tingkat kepemilikan manajerial mampu mengurangi asimetri informasi, maka kemungkinan terjadinya konflik keagenan juga semakin rendah dan peluang perusahaan untuk memiliki lebih banyak



cadangan kas menjadi semakin tinggi (Qa'dan & Suwaidan, 2019). Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *cash holdings* juga dapat bersifat negatif. Hal ini terjadi ketika kontrol dan investasi pemegang saham manajerial terlalu dominan, sehingga peluang pengambilalihan saham perusahaan menjadi semakin besar dan meningkatkan masalah keagenan yang dapat menggerus *cash holdings* (Kuan, Li, & Liu., 2012). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis keempat dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>4</sub>: Kepemilikan manajerial mempengaruhi *cash holdings*

Profitabilitas dalam perusahaan mendeskripsikan bahwa perusahaan yang paling menguntungkan memiliki kemampuan untuk menyimpan lebih banyak kas, sedangkan pada perusahaan yang tidak terlalu menguntungkan akan lebih bergantung pada pembiayaan eksternal (Rafinda, 2018). Pernyataan tersebut juga didukung oleh Le, Tran, & Vu (2021) yang mengindikasikan adanya pengaruh positif antara profitabilitas dengan *cash holdings*. Berlawanan dengan pernyataan tersebut, Ridha et al (2019) dan Abdioğlu (2016) justru menunjukkan pengaruh negatif profitabilitas terhadap *cash holdings*. Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kapabilitas perusahaan dalam menghasilkan laba juga tinggi. Namun, besarnya laba dapat menggerus *cash holdings* untuk dijadikan laba ditahan. Hal tersebut dipicu oleh hakikat laba ditahan sebagai indikator penambah modal dengan biaya rendah, dibandingkan dengan menerbitkan ekuitas baru. Abushammala & Sulaiman (2014) mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan tidak signifikan dalam mempengaruhi *cash holdings*. Hal ini cenderung dialami oleh perusahaan dengan peluang investasi yang rendah dan risiko kebangkrutan yang tinggi, sehingga ambisi untuk meningkatkan *cash holdings* kurang difokuskan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis kelima dapat dirumuskan sebagai berikut:

H<sub>5</sub>: Variabel kontrol (profitabilitas) mempengaruhi *cash holdings*

### C. METODOLOGI PENELITIAN

Variabel dalam penelitian ini melibatkan variabel independen, dependen, dan kontrol. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *cash holdings*. Variabel independennya meliputi kepemilikan asing, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Penelitian ini juga melibatkan profitabilitas sebagai variabel kontrol. Berikut ini merupakan pengukuran untuk ketiga jenis variabel tersebut:

(Tabel 1. Identifikasi dan Pengukuran Variabel)

Nama Variabel	Simbol	Definisi Operasional Variabel	Referensi
<i>Cash Holdings</i>	CASH	$\frac{\text{Kas dan setara kas}}{\text{Net assets} *}$ Total aktiva bersih = total aktiva – kas dan setara kas	Alghadi et al. (2021)
Struktur Kepemilikan	FOWN	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki asing}}{\text{Jumlah saham beredar}}$	Tran (2021)
	FAWN	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki keluarga}}{\text{Jumlah saham beredar}}$	Alghadi et al. (2021)
	IOWN	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$	Alghadi et al. (2021)
	MOWN	$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajer}}{\text{Jumlah saham beredar}}$	Alghadi et al. (2021)
Profitabilitas	PRO	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}}$	Alghadi et al. (2021)



Jenis pengumpulan data dalam penelitian ini adalah data sekunder, di mana data didapat dari pihak ketiga. Sampel penelitian terdiri dari 193 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk tahun 2015-2020. Sumber data sekunder dalam penelitian ini berupa laporan tahunan perusahaan yang telah dipublikasikan di BEI atau web resmi masing-masing perusahaan. Hasil akhir penyeleksian sampel mencatat hanya 16 perusahaan manufaktur yang layak menjadi sampel melalui beberapa kriteria seleksi sebagai berikut:

(Tabel 2. Kriteria Pengambilan Sampel)

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2015-2020	193
Perusahaan manufaktur tidak memiliki kelengkapan data dalam laporan tahunannya	(169)
Perusahaan manufaktur menggunakan mata uang asing dalam laporan keuangannya	(8)
Jumlah perusahaan manufaktur yang akseptabel untuk dijadikan sampel	16

Model regresi bertujuan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan asing, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan profitabilitas terhadap *cash holdings*, dapat diuraikan sebagai berikut:

$$\text{CASH} = 0.267308 - 0.064914\text{FOWN} + 0.203827\text{FAWN} - 0.146748\text{IOWN} - 0.543735\text{MOWN} + 0.124471\text{PRO}$$

Keterangan:

- CASH (Y) = *Cash Holdings*  
 FOWN (X<sub>1</sub>) = Kepemilikan Asing  
 FAWN (X<sub>2</sub>) = Kepemilikan Keluarga  
 IOWN (X<sub>3</sub>) = Kepemilikan Institusional  
 MOWN (X<sub>4</sub>) = Kepemilikan Manajerial  
 PRO (X<sub>5</sub>) = Profitabilitas

Model regresi penelitian harus diuji melalui beberapa metode dengan tahapan sebagai berikut:

Uji *chow* menghasilkan nilai probabilita *cross-sectional chi-square* sebesar  $0.0000 < 0.05$ , artinya model yang paling tepat adalah *fixed effect*. Penetapan *fixed effect* mengharuskan adanya uji lanjutan, yaitu uji *hausman*.

Uji *hausman* menghasilkan nilai probabilita *cross-sectional random* sebesar  $0.8622 > 0.05$ , artinya model yang paling tepat adalah *random effect*. Penetapan *random effect* mengharuskan adanya uji lanjutan, yaitu uji *lagrange multiplier*.

Uji *lagrange multiplier* (LM) menghasilkan nilai probabilita *cross-sectional breusch-pagan* adalah sebesar  $0.0000 < 0.05$ , artinya model yang paling tepat adalah *fixed effect*.

(Tabel 3. Hasil Uji *lagrange multiplier*)

Null Alternative (No Effects)	Breusch-Pagan	Honda	King-Wu	GHM
Cross-sectional	32.74316 (0.0000)	5.722164 (0.0000)	5.722164 (0.0000)	-
N	0.149571 (0.6989)	-0.386744 -	-0.386744 -	-



<b>Both</b>	32.89274 (0.0000)	3.772712 (0.0001)	2.526152 (0.0058)	32.74316 (< 0.01)
-------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

Sumber: Hasil *Software* E-views 10.0

Hasil uji F menghasilkan nilai probabilita *F-statistic* sebesar  $0.034494 < 0.05$ . Hal ini mengartikan bahwa FOWN, FAWN, IOWN, dan MOWN (variabel independen) serta PRO (variabel kontrol) mempengaruhi CASH (variabel dependen). Dengan demikian, penelitian ini menggunakan model regresi yang layak untuk diuji.

Analisis statistik deskriptif mendistribusikan variabel ke dalam ukuran statistik. Analisis ini bertujuan untuk merangkum data dari setiap variabel sehingga dapat menyajikan informasi yang mudah dipahami. Pengukuran statistik meliputi perhitungan *mean*, *median*, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum dari setiap variabel dalam penelitian, diantaranya *cash holdings* (variabel dependen); kepemilikan asing, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial (variabel independen); serta profitabilitas (variabel kontrol).

Uji T mengukur pengaruh signifikan dari setiap variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen. Uji T mengasumsikan bahwa variabel lain bersifat tetap. Hipotesis dalam uji T dapat berbentuk seperti di bawah ini:

$H_0$ : Variabel independen dan variabel kontrol secara parsial tidak mempengaruhi variabel dependen

$H_a$ : Variabel independen dan variabel kontrol secara parsial mempengaruhi variabel dependen

Kriteria pengambilan keputusan atas pernyataan hipotesis uji *chow* adalah sebagai berikut:

- $H_0$  ditolak apabila  $\text{sig } t < 0.05$
- $H_0$  diterima apabila  $\text{sig } t > 0.05$

Hasil uji *goodness of fit* menunjukkan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0.074437, yang mengartikan bahwa FOWN, FAWN, IOWN, dan MOWN (variabel independen) serta PRO (variabel kontrol) mampu menjelaskan CASH (variabel dependen) sebesar 7.4437%, dan sisanya 92.5563% dideskripsikan oleh variabel lain di luar model. Dengan demikian, pengaruh FOWN, FAWN, IOWN, MOWN, dan PRO terhadap CASH sangat lemah.

#### D. HASIL DAN PEMBAHASAN

*Cash Holdings* (CASH) memiliki *mean* sebesar 0.124357 dan standar deviasi sebesar 0.138779. Nilai maksimum dari CASH adalah 0.650270 yang dimiliki oleh PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk. pada tahun 2016 dan nilai minimumnya sebesar 0.000390 dimiliki oleh PT Pania Indonesia Resources Tbk. pada tahun 2019. Sementara itu, kepemilikan asing (FOWN) sebagai variabel yang mempengaruhi CASH memiliki *mean* sebesar 0.329794 dan standar deviasi sebesar 0.311553. Nilai maksimum dari FOWN adalah 0.932500 yang dimiliki oleh PT Lion Metal Works Tbk. pada tahun 2019 dan nilai minimumnya sebesar 0.000500 dimiliki oleh PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk. pada tahun 2017.

Kepemilikan keluarga (FAWN) memiliki *mean* sebesar 0.199106 dan standar deviasi sebesar 0.273080. Nilai maksimum dari FAWN adalah 0.873300 yang dimiliki oleh PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk. pada tahun 2016-2017 dan nilai minimumnya sebesar 0.000100 dimiliki oleh PT Kalbe Farma Tbk. pada tahun 2015-2017 dan PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk. pada tahun 2015. Adapun kepemilikan institusional (IOWN) memiliki *mean* sebesar 0.645708 dan standar deviasi sebesar 0.297609. Nilai maksimum dari IOWN adalah 0.988900 yang dimiliki oleh PT Kalbe Farma Tbk. pada tahun 2015 dan nilai minimumnya sebesar 0.013400 dimiliki oleh PT Intanwijaya Internasional Tbk. pada tahun 2020.



Kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki *mean* sebesar 0.143364 dan standar deviasi sebesar 0.203942. Nilai maksimum dari MOWN adalah 0.873300 yang dimiliki oleh PT Gunawan Dianjaya Steel Tbk. pada tahun 2016-2017 dan nilai minimumnya sebesar 0.000100 dimiliki oleh PT Kalbe Farma Tbk. pada tahun 2015-2017. Sementara itu, profitabilitas (PRO) sebagai variabel kontrol memiliki *mean* sebesar 0.085014 dan standar deviasi sebesar 0.102294. Nilai maksimum dari PRO adalah 0.296970 yang dimiliki oleh PT Selamat Sempurna Tbk. pada tahun 2018 dan nilai minimumnya sebesar -0.458830 dimiliki oleh PT Panasia Indo Resources Tbk. pada tahun 2018.

(Tabel 4. Hasil Analisis Statistik Deskriptif)

	Mean	Maximum	Minimum	Std. Dev.
CASH	0.124357	0.650270	0.000390	0.138779
FOWN	0.329794	0.932500	0.000500	0.311553
FAWN	0.199106	0.873300	0.000100	0.273080
IOWN	0.645708	0.988900	0.013400	0.297609
MOWN	0.143364	0.873300	0.000100	0.203942
PRO	0.085014	0.296970	-0.458830	0.102294

Sumber: Hasil *Software E-views 10.0*

Hasil uji t terdapat pada Tabel 5 di bawah ini:

(Tabel 5. Hasil Uji T (Parsial))

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	Cash Holdings		
	Koefisien	Probabilita	Kesimpulan
Konstanta	0.267308	-	-
Foreign Ownership	-0.064914	0.2970	Tidak Signifikan
Family Ownership	0.203827	0.0088	Positif Signifikan
Institutional Ownership	-0.146748	0.0149	Negatif Signifikan
Managerial Ownersip	-0.543735	0.0006	Negatif Signifikan
Profitability	0.124471	0.2731	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil *Software E-views 10.0*

### H<sub>1</sub>: Kepemilikan asing mempengaruhi *cash holdings*

Uji parsial menghasilkan nilai sig sebesar 0.2970 > 0.05 yang berarti pengaruh kepemilikan asing terhadap *cash holdings* adalah tidak signifikan. Interpretasi pengaruh tersebut konsisten dengan penelitian Azinfar & Shiraseb (2016) dan Oh et al. (2011). Keberadaan kepemilikan asing pada perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung berorientasi dalam jangka panjang demi meningkatkan reputasi perusahaan dan tidak mencampuri *cash holdings* suatu perusahaan. Salah satu orientasi kepemilikan asing pada perusahaan manufaktur di Indonesia adalah meningkatkan kerja sama antar perusahaan lintas negara. Hasil penelitian tersebut tidak relevan dengan temuan Alghadi et al. (2021) dan Loncan (2018) yang membuktikan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap *cash holdings*.

### H<sub>2</sub>: Kepemilikan keluarga mempengaruhi *cash holdings*

Uji parsial menghasilkan nilai sig sebesar 0.0088 < 0.05 yang artinya kepemilikan keluarga mempengaruhi *cash holdings* secara positif dan signifikan. Hasil pengujian statistik menunjukkan koefisien FAWN sebesar 0.203827, yang berarti setiap 1% kenaikan FAWN akan meningkatkan *cash holdings* sebesar 20.3827% dan *vice versa*. Interpretasi uji parsial relevan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khalil & Ali (2015) dan Lozano & Durán (2017). Tingginya kepemilikan keluarga pada perusahaan manufaktur di Indonesia lebih memfokuskan pada peningkatan aset perusahaan. Hal ini dikarenakan investor keluarga



cenderung merasakan komitmen yang lebih tinggi untuk meningkatkan *cash holdings*, jika dibandingkan dengan investor lainnya. Hasil uji tersebut tidak selaras dengan temuan Yun et al. (2021) dan Alghadi et al. (2021) bahwa tingginya kepemilikan keluarga justru menyebabkan *cash holdings* menjadi semakin rendah akibat tindakan anggota keluarga yang cenderung memanfaatkan *privilege*-nya untuk menggerus *cash holdings* perusahaan dan meningkatkan keuntungan pribadi.

### **H<sub>3</sub>: Kepemilikan institusional mempengaruhi *cash holdings***

Uji parsial menghasilkan nilai sig sebesar  $0.0149 < 0.05$  yang artinya pengaruh kepemilikan institusional terhadap *cash holdings* adalah negatif dan signifikan. Hasil pengujian statistik menunjukkan nilai koefisien IOWN sebesar  $-0.146748$ , yang berarti ketika kepemilikan institusional naik sebesar 1%, *cash holdings* akan turun sebesar 14.6748%. Hasil uji parsial ini relevan dengan studi Mohd et al. (2015), Megginson et al. (2014), dan Mugableh (2021). Kepemilikan institusional yang tinggi pada perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung memotivasi para investor institusional asing dan domestik untuk memanfaatkan kewenangannya. Hal ini dapat memicu ketidakselarasan antar pemegang saham yang akan menyebabkan konflik keagenan meningkat dan *cash holdings* menjadi semakin rendah. Sementara itu, hasil tersebut tidak relevan dengan penelitian Al-Najjar & Clark (2017) yang menyatakan bahwa investor institusional memiliki motivasi untuk meningkatkan *cash holdings* perusahaan. Di sisi lain, Alghadi et al. (2021) menyatakan pengaruh yang tidak signifikan antara kepemilikan institusional terhadap *cash holdings*.

### **H<sub>4</sub>: Kepemilikan manajerial mempengaruhi *cash holdings***

Uji parsial menghasilkan nilai sig sebesar  $0.0006 < 0.05$  yang artinya kepemilikan manajerial mempengaruhi *cash holdings* secara negatif dan signifikan. Hasil pengujian statistik menunjukkan nilai koefisien MOWN sebesar  $-0.543735$ , yang berarti setiap 1% kenaikan MOWN akan menurunkan *cash holdings* sebesar 54.3735%, dan sebaliknya. Hasil uji parsial ini relevan dengan temuan Kuan et al. (2012) dan Ozordi et al. (2019). Tingginya proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung memotivasi investor manajerial untuk mengambil alih sebagian besar kepemilikan perusahaan dan membuat *cash holdings* menjadi semakin rendah. Bertentangan dengan hasil penelitian tersebut, Alghadi et al. (2021), Basheer (2014), dan Sheikh & Wang (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi *cash holdings* secara positif.

### **H<sub>5</sub>: Variabel kontrol (profitabilitas) mempengaruhi *cash holdings***

Uji parsial menghasilkan nilai sig sebesar  $0.2731 > 0.05$  yang menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan antara profitabilitas dengan *cash holdings*. Hasil pengujian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Abushammala & Sulaiman (2014). Negara berkembang dengan tata kelola perusahaan yang lemah dan rentan mengalami *financial distress* seperti Indonesia, indikator profitabilitas kurang mampu menjelaskan tingkat *cash holdings*. *Cash holdings* pada perusahaan manufaktur di Indonesia lebih responsif pada keberadaan investor dalam suatu struktur kepemilikan. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa profitabilitas sebagai parameter kinerja perusahaan dinilai tidak signifikan dalam mempengaruhi *cash holdings*. Sementara itu, hasil Alghadi et al. (2021) menunjukkan hasil sebaliknya bahwa profitabilitas dapat mempengaruhi *cash holdings*.

## **E. KESIMPULAN**

Berdasarkan seluruh interpretasi uji yang telah dilakukan, terdapat beberapa kesimpulan, antara lain:

1. Struktur kepemilikan yang diukur melalui kepemilikan asing, keluarga, institusional, dan manajerial memiliki pengaruh berbeda terhadap *cash holdings*. Kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holdings*. Sementara itu, kepemilikan keluarga



memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *cash holdings*. Adapun kepemilikan institusional dan manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *cash holdings*.

2. Variabel kontrol seperti profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *cash holdings*.

## SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, penelitian ini memiliki beberapa kekurangan, yaitu variabel independen pada penelitian ini hanya terbatas pada kepemilikan asing, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Penelitian selanjutnya diharapkan menemukan kebaruan pada pengukuran variabel independen dan/atau menambah variabel, sehingga data yang digunakan untuk menginterpretasikan *cash holdings* menjadi lebih kompleks, seiring dengan berkembangnya industri manufaktur di Indonesia. Contoh variabel independen yang dapat ditambahkan antara lain *leverage* (Ali, Soomro, Brohi, Dehraj, & Soomro., 2021); *tangibility* (Jebran et al., 2019); dan volatilitas arus kas (Hoque, Bhuiyan, Nomura, & Zijl., 2020).

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdioğlu, N. (2016). Managerial Ownership and Corporate Cash Holdings: Insights from an Emerging Market. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 29–29. <https://doi.org/10.20409/berj.2016217494>
- Abushammala, S. N. M., & Sulaiman, J. (2014). Cash Holdings and Corporate Profitability: Some Evidences form Jordan. *International Journal of Innovation and Applied Studies ISSN*, 8(3), 2028–9324. <http://www.ijias.issr-journals.org/>
- Ajanthan, A., & Kumara, K. U. (2017). Corporate Governance and Cash Holdings: Empirical Evidence from an Emerging Country, Sri Lanka. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 7(2), 112. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v7i2.12137>
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030>
- Albedal, F., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2020). Audit Committee Characteristics and Earnings Quality: Evidence From Bahrain Bourse. In O. S. Agyemang, A. Ansong, & B. K. Agyei-Mensah (Eds.), *Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies* (701st ed., pp. 23–49). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-9607-3.ch002>
- Alghadi, Y. M., Ibrahim, A.-N. R., & Aizyadat, K. A. (2021). Ownership Structure and Cash Holdings: Empirical Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Asian ...*, 8(7), 323–331. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no7.0323>
- Ali, I., Soomro, R. B., Brohi, M. A., Dehraj, F. ul H., & Soomro, M. N. (2021). Determinants of Cash Holding : Evidence From the Non-Bank Financial Sector of Pakistan. *International Journal of Advanced Research in Engineering and Technology (IJARET)*, 12(4), 252–269. <https://doi.org/10.34218/IJARET.12.4.2021.028>
- Aslam, E., Kalim, R., & Fizza, S. (2019). Do Cash Holding and Corporate Governance Structure Matter for the Performance of Firms? Evidence from KMI 30- and KSE 100-Indexed Firms in Pakistan. *Global Business Review*, 20(2), 313–330. <https://doi.org/10.1177/0972150918825202>
- Azinfar, K., & Shiraseb, Z. (2016). An investigation into the impact of ownership structure on the level of cash holdings in the companies accepted in Tehran Stock Exchange Market. *Marketing and Branding Research*, 3(2), 194–205.



<https://doi.org/10.33844/mbr.2016.60223>

- Basheer, M. F. (2014). Impact of Corporate Governance on Corporate Cash Holdings: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 7(4), 1371–1383.
- bin Hidthiir, M. H., Basheer, M. F., & Hassan, S. G. (2019). The simultaneity of corporate financial decisions under different levels of managerial ownership: A case of pakistani listed firms. *Research in World Economy*, 10(2 Special Issue), 147–159. <https://doi.org/10.5430/rwe.v10n2p147>
- Boonlert-U-Thai, K., & Sen, P. K. (2019). Family ownership and earnings quality of Thai firms. *Asian Review of Accounting*, 27(1), 112–136. <https://doi.org/10.1108/ARA-03-2018-0085>
- Brown, C. A., Chen, Y., & Shekhar, C. (2012). Institutional Ownership and Firm Cash Holdings. *SSRN Electronic Journal*, January, 1–63. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1786182>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Dang, H. N., Pham, C. D., Nguyen, T. X., & Nguyen, H. T. T. (2020). Effects of corporate governance and earning quality on listed vietnamese firm value. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 71–80. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO4.71>
- DeFond, M. L., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2011). The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Foreign Mutual Fund Ownership: The Role of Comparability. *SSRN Electronic Journal*, April 2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1473889>
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R., & Garcia-Cestona, M. (2013). WHEN DOES OWNERSHIP MATTER? BOARD CHARACTERISTICS AND BEHAVIOR. *Strategic Management Journal*, 34, 823–842. <https://doi.org/10.1002/smj.2046>
- Elekdag, S., Malik, S., & Mitra, S. (2020). Breaking the Bank? A Probabilistic Assessment of Euro Area Bank Profitability. *Journal of Banking and Finance*, 120(April 2021). <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105949>
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors. *Journal of Banking and Finance*, 60, 239–251. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.08.022>
- Gill, A., & Shah, C. (2011). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70–79. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- Hoang, L. T., Nguyen, C. C., & Hu, B. (2017). Ownership Structure and Firm Performance Improvement: Does it Matter in the Vietnamese Stock Market? *Economic Papers*, 36(4), 416–428. <https://doi.org/10.1111/1759-3441.12185>
- Hakim, L., Sunardi, N. (2017). Determinant of leverage and it's implication on company value of real estate and property sector listing in IDX period of 2011-2015. *Man in India*, 97(24), pp. 131-148.
- Husain, T., & Sunardi, N. (2020). Firm's Value Prediction Based on Profitability Ratios and Dividend Policy. *Finance & Economics Review*, 2(2), 13-26.
- Jebran, K., Iqbal, A., Bhat, K. U., Khan, M. A., & Hayat, M. (2019). Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent period: evidence from an emerging economy. *Financial Innovation*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-018-0116-y>



- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(1), 189–216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Kadim, A., Sunardi, N & Husain, T. (2020). The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. *Accounting*, 6(5), 859-870.
- Khalil, S., & Ali, L. (2015). The Effect of Family Ownership on Cash Holdings of the Firm (Karachi Stock Exchange). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 5(6), 133–141. <https://doi.org/10.6007/ijarbss/v5-i6/1662>
- Kristanto HC, R. H., & Hanafi, M. M. (2019). Does Ownership Structure Pay Attention to The Corporate Cash Policy? Evidence in Indonesia Firms. *Etikonomi Jurnal Ekonomi*, 18(2), 209–220. <https://doi.org/10.15408/etk.v18i2.10294>
- Kuan, T. H., Li, C. S., & Liu, C. C. (2012). Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach. *International Review of Economics and Finance*, 24(February 2019), 303–314. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.04.006>
- Le, H. D., Tran, L. P., & Vu, H. M. (2021). The Impact of the Strength of Legal Rights on Cash Holdings: Evidence from An Emerging Market. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(3), 1–10.
- Loncan, T. (2018). Foreign institutional ownership and corporate cash holdings: evidence from emerging economies. *International Review of Financial Analysis*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.003>
- Lozano, M. B., & Durán, R. F. (2017). Family control and adjustment to the optimal level of cash holding. *European Journal of Finance*, 23(3), 266–295. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1168748>
- Manoppo, C. P. (2015). The Influence of Roa, Roe, Ros, and Eps on Stock Price. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 3(4), 691–697.
- Megginson, W. L., Ullah, B., & Wei, Z. (2014). State ownership , so -budget constraints , and cash holdings : Evidence from China ' s privatized firms. *Journal of Banking & Finance*, 48(C), 276–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.011>
- Mugableh, M. I. (2021). Investigating the Financial Determinants of Corporate Cash Holdings : Evidence From Fixed Effects Regression Method. *Gazi University Journal of Science*, 34(02). <https://doi.org/10.35378/gujs.691694>
- Mun, S. G., & Jang, S. C. S. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 48, 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.04.003>
- Nardi Sunardi Et Al (2020). Determinants of Debt Policy and Company's Performance, *International Journal of Economics and Business Administration* Volume VIII Issue 4, 204-213
- Nguyen Thi, Q. N., Tran, Q. T., & Doan, H. P. (2021). Foreign ownership, state ownership and cash holdings under the global financial crisis: evidence from the emerging market of Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2020-0303>
- Nurul Hoque, M., Bhuiyan, M. B. U., Nomura, T., & van Zijl, T. (2020). Determinants of cash holdings—evidence from New Zealand local councils. *Public Money and Management*, 0(0), 1–11. <https://doi.org/10.1080/09540962.2020.1836803>



- Ogundipe, L. O., Ogundipe, S. E., & Ajao, S. K. (2012). Cash Holding and Firm Characteristics: Evidence From Nigerian Emerging Market. *Journal of Business, Economics & Finance*, 1(2), 45–58.
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Martynov, A. (2011). The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 283–297. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0912-z>
- Ozordi, E., Adetula, D. T., Eluyela, D. F., Aina, A., & Ogabi, M. A. (2019). Corporate dynamism and cash holding decision in listed manufacturing firms in Nigeria. *Problems and Perspectives in Management*, 17(4), 1–12. [https://doi.org/10.21511/ppm.17\(4\).2019.01](https://doi.org/10.21511/ppm.17(4).2019.01)
- Qa'dan, M. B. A., & Suwaidan, M. S. (2019). Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 28–46. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0225>
- Rafinda, A. (2018). Determinants of Cash Holdings in Developed and Developing Countries. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 9(1), 1–11. <https://doi.org/10.15294/jdm.v9i1.14647>
- Rahmani, A., Rostami, V., & Ghorbani, B. (2015). The Effect of the Cash Flow Sensitivity to Institutional Ownership on the Level of the Companies' Cash Holding in Iran. *European Online Journal of Natural and Social Sciences: Proceedings*, 4(1(s)), 208–218.
- Ridha, A., Wahyuni, D., & Sari, D. M. S. (2019). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Profitabilitas Terhadap Cash Holding Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Terindeks Lq45 Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Keuangan*, 8(2), 135–150. <https://doi.org/10.33059/jmk.v8i2.1618>
- Salehi, M., Adibian, M. S., Sadatifar, Z., & Khansalar, E. (2021). The relationship between corporate governance characteristics and agency costs. *Zbornik Radova Ekonomskog Fakultet Au Rijeci*, 39(1), 199–220. <https://doi.org/10.18045/zbefri.2021.1.199>
- Shan, Y. G., Troshani, I., & Tarca, A. (2019). Managerial ownership, audit firm size, and audit fees: Australian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 35(May), 18–36. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2019.05.002>
- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: Empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance (Bingley)*, 12(5), 629–641. <https://doi.org/10.1108/14720701211275569>
- Srinidhi, B. N., He, S., & Firth, M. (2014). The effect of governance on specialist auditor choice and audit fees in U.S. family firms. *Accounting Review*, 89(6), 2297–2329. <https://doi.org/10.2308/accr-50840>
- Sutra, F. M., & Mais, R. G. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Financial Distress dengan Pendekatan Altman Z-Score pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2017. *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*, 16(01), 34–72. <https://doi.org/10.36406/jam.v16i01.267>
- Taufil Mohd, K. N., Latif, R. A., & Saleh, I. (2015). Institutional ownership and cash holding. *Indian Journal of Science and Technology*, 8(32), 1–6. <https://doi.org/10.17485/ijst/2015/v8i32/92124>
- Tran, Q. T. (2021). Foreign ownership and cost of debt financing: evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2019-0750>
- Vo, X. V. (2018). Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets. *International Review of Finance*, 18(2), 297–303. <https://doi.org/10.1111/irfi.12130>

