

CREDIT RATINGS DAN CASH HOLDINGS

Aulia Azka Irawanti^{1*}, Nuri Herachwati²
Sekolah Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya, Jawa Timur, Indonesia
[aulia.azka.awanti-2021@pasca.unair.ac.id^{1*}](mailto:aulia.azka.awanti-2021@pasca.unair.ac.id)

Manuskrip: April -2023; Ditinjau: April -2023; Diterima: April -2023; Online: Juli-2023;
Diterbitkan: Juli-2023

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui sejauh mana Credit Rating mempengaruhi Cash Holding perusahaan. Perusahaan menjadi relatif sensitif terhadap perubahan peringkat, maka akan meningkatkan kepemilikan kas mereka, baik untuk meningkatkan peluang, atau untuk menghindari penurunan peringkat perusahaan di Indonesia. Metode penelitian yang digunakan kuantitatif. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 203 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Pefindo dari tahun 2014 hingga tahun 2018. Penelitian ini diuji dengan menggunakan model analisis regresi linier berganda. Alat uji yang digunakan adalah SPSS. Credit Ratings perusahaan diproksikan dengan skala ordinal dari rating Pefindo. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa Credit Ratings berpengaruh positif signifikan terhadap Cash Holdings perusahaan di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi kepada perusahaan – perusahaan di Indonesia, namun penelitian ini tetap memiliki keterbatasan dikarenakan jumlah sampel yang terbatas dan periode penelitian yang digunakan adalah 2014 -2018, sehingga perlu adanya penelitian dengan periode penelitian yang lebih baru.

Kata Kunci: *Credit Ratings, Cash Holdings, Leverage, Profitability, dan Investment*

ABSTRACT

This study aims to determine the extent to which Credit Rating affects the company's Cash Holding. Companies that are relatively sensitive to changes in ratings will increase their cash holdings, either to increase the chances of an upgrade, or to avoid downgrading the ratings of Indonesia's companies. The research method used is quantitative. The number of samples used in this study were 203 non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and Pefindo from 2014 to 2018. This research was tested using a multiple linear regression analysis model. The test tool used is SPSS. The company's credit ratings are proxied by the ordinal scale of Pefindo's ratings. The results of this study indicate that Credit Ratings have a significant positive effect on Cash Holdings companies in Indonesia. This research can contribute to companies in Indonesia, but this research still has limitations due to the limited number of samples and the research period used is 2014 -2018, so there is a need for research with a newer research period.

Keywords: *Credit Ratings, Cash Holdings, Leverage, Profitability, dan Investment*

I. PENDAHULUAN

Perusahaan dalam menjalankan bisnisnya pasti membutuhkan pembiayaan untuk menunjang kegiatan operasionalnya dan dapat juga digunakan untuk membiayai investasi perusahaan. Sumber pembiayaan perusahaan dapat berasal dari sumber pembiayaan internal dan eksternal. Sumber pembiayaan internal dapat berupa laba ditahan, yaitu laba bersih perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen. Sedangkan Sumber pembiayaan eksternal salah satunya berupa obligasi. Perusahaan akan menerbitkan obligasi atau surat utang untuk mendapatkan dana, hal ini tentunya akan mengakibatkan hutang perusahaan meningkat. Perusahaan akan mempertimbangkan sumber pendanaan mana yang akan dipilih dalam menentukan keputusan kebijakan pendanaan perusahaan, terlebih lagi adanya kondisi ketidakpastian global saat ini.

Negara Indonesia saat ini memiliki *credit ratings* yang baik, hal ini akan membuat banyak investor yang menanamkan investasinya di Indonesia, sehingga akan menguntungkan bagi perusahaan – perusahaan yang ada di Indonesia. Ketika Perusahaan memilih menggunakan pembiayaan eksternal, maka perusahaan akan mempertimbangkan faktor *credit ratings* yang akan digunakan oleh perusahaan untuk membuat pilihan keputusan kebijakan pembiayaan perusahaan yaitu salah satunya dengan *Cash Holdings*.

Credit ratings adalah rasio kelayakan dan kemampuan perusahaan dalam melakukan kewajibannya yaitu hutang. Credit ratings ini digunakan untuk menilai apakah perusahaan tersebut layak atau tidak untuk diberikan kredit berupa hutang. Dengan investor mengetahui kondisi Credit ratings perusahaan, maka investor dapat mengetahui bagaimana kondisi perusahaan dimasa yang akan datang.

Penelitian dilakukan karena untuk mengetahui apakah perubahan *Credit Ratings* akan mengakibatkan perubahan *Cash Holding* perusahaan yang terdaftar di Pefindo Indonesia. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh credit ratings terhadap cash holdings perusahaan. Berdasarkan penjelasan pada latar belakang, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah credit ratings berpengaruh terhadap cash holdings perusahaan ?

Penelitian ini dilakukan untuk menguji mengenai bagaimana pengaruh perubahan credit ratings terhadap keputusan penentuan kebijakan cash holdings perusahaan. Apakah perubahan credit ratings akan mempengaruhi cash holdings perusahaan. Sehingga diharapkan perusahaan tidak salah dalam menentukan jumlah cash holdings perusahaan saat terjadinya perubahan credit ratings pada perusahaan.

Pada penelitian Khieu dan Phyles (2012) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki credit ratings yang rendah cenderung untuk meningkatkan cash holdings mereka daripada perusahaan yang tidak mengalami perubahan credit ratings. Pada penelitian ini menemukan bahwa *Credit Ratings* berpengaruh positif signifikan terhadap *Cash Holdings*. Hal ini menunjukkan semakin tinggi nilai *Credit Ratings* perusahaan maka semakin tinggi nilai *Cash Holdings* perusahaan. Sehingga diharapkan penelitian ini dapat menjadi pembaruan dalam ilmu pengetahuan.

II. TINJAUAN PUSTAKA

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa perubahan credit ratings mempengaruhi jumlah cash holdings perusahaan. Dalam penelitian Joe dan Oh (2007) yang meneliti tentang pengaruh credit ratings terhadap cash holdings. Kesimpulan dalam penelitiannya adalah credit ratings merupakan faktor yang paling penting dalam menentukan kebijakan perusahaan yaitu cash holdings. Perusahaan yang sensitif terhadap perubahan credit ratings, maka mereka akan meningkatkan kepemilikan kas mereka, untuk meningkatkan credit ratings dan menghindari penurunan credit ratings. Penelitian yang lain yaitu (Asimakopoulos & Asimakopoulos, 2018) yang meneliti tentang cross credit ratings

terhadap cash holding, menyimpulkan bahwa cross credit ratings adalah peningkatan atau penurunan kualitas kredit perusahaan yang berasal dari lebih dari satu lembaga credit ratings. Informasi dari berbagai lembaga credit ratings sangat penting untuk manajer dalam menghindari resiko dan dalam menentukan cash holdings perusahaan. Pada penelitian Khieu dan Phyles (2012) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki credit ratings yang rendah cenderung untuk meningkatkan cash holdings mereka daripada perusahaan yang tidak mengalami perubahan credit ratings.

1. Pengaruh Credit Ratings terhadap Cash Holdings

Perusahaan lebih aman ketika memegang cash holdings lebih banyak. Namun dapat dipahami bahwa ketika perusahaan sensitif terhadap credit ratings, maka perusahaan akan meningkatkan cash holdings untuk menghindari agar tidak terjadi penurunan credit ratings atau untuk meningkatkan credit ratings. Perusahaan yang mengalami penurunan credit ratings akan meningkatkan kelebihan cash holdings, perusahaan yang tidak mengalami perubahan credit ratings akan konsisten dengan motif berjaga – jaga (Khieu dan Pyles 2012). Credit ratings menurun maka cash holdings meningkat. Ketika perusahaan mengalami penurunan credit ratings, maka perusahaan akan meningkatkan kasnya untuk kegiatan operasi perusahaan dan untuk menghindari kesulitan keuangan dimasa depan, karena penurunan credit ratings akan menyebabkan perusahaan kesulitan untuk mendapatkan hutang karena adanya biaya bunga dan resiko yang tinggi. Credit ratings meningkat maka cash holdings menurun. Credit ratings perusahaan meningkat, maka perusahaan akan menurunkan cash holdingsnya, karena perusahaan lebih memilih menggunakan hutang. Ketika credit ratings perusahaan mengalami peningkatan atau tidak berubah, maka perusahaan akan menggunakan kasnya untuk berjaga – jaga dimasa yang akan datang.

Jika Credit ratings tinggi maka perusahaan akan menggunakan hutang dengan biaya yang rendah. Credit ratings yang tinggi memiliki resiko yang rendah, sehingga bunga akan rendah. Bunga diartikan sebagai biaya atau beban yang harus dibayar oleh perusahaan sebagai biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana dari hutang. Bunga yang rendah menyebabkan perusahaan memilih hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Sehingga perusahaan tersebut tidak perlu memakai kas dalam jumlah yang besar.

H1 : credit ratings berpengaruh negatif terhadap Cash holdings

2. Pengaruh Leverage terhadap Cash Holdings

Leverage keuangan adalah penggunaan hutang untuk meningkatkan pengembalian modal yang diinvestasikan (Warren, Reeve et al. 201 : 17). Leverage menggunakan utang untuk membiayai aset perusahaan. Leverage diukur dengan membagi total utang dengan nilai pasar ekuitas. Leverage memiliki efek negatif pada cash holdings. Perusahaan dengan financial leverage yang lebih tinggi memiliki kemampuan untuk memperoleh pembiayaan eksternal dengan lebih mudah dan murah, memungkinkan perusahaan untuk mengurangi jumlah kas yang mereka pegang (Ferreira dan Vilela 200). Leverage yang tinggi memudahkan perusahaan untuk berutang. Perusahaan menggunakan hutang sebagai pengganti uang tunai. Perusahaan dengan beban hutang yang tinggi menggunakan hutang ini untuk investasi agar kepemilikan kas mereka tetap rendah (Teruel et al., 2009). Semakin tinggi leverage suatu perusahaan berarti semakin kecil cadangan kas perusahaan tersebut, karena perusahaan dapat dengan mudah berhutang sehingga jumlah kas yang dimiliki perusahaan menjadi kecil.

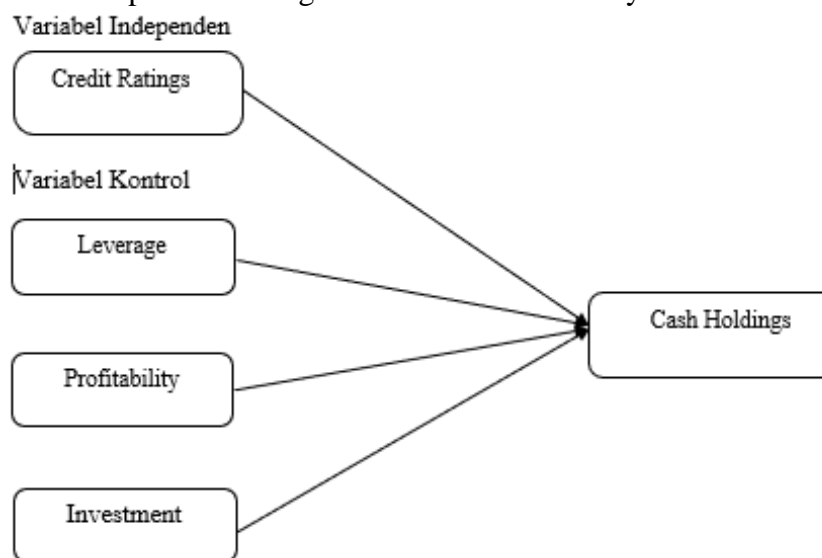
3. Pengaruh Profitabilitas terhadap Cash Holdings

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas diukur dengan membagi laba sebelum bunga, pajak dan biaya (ebitda) dengan total aset. Laba memiliki efek positif pada sumber daya keuangan. Efek positif

ini menunjukkan bahwa semakin baik profitabilitas, semakin banyak kas yang dimiliki perusahaan (cadangan kas), dan menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi dapat membayar dividen yang lebih tinggi, menghindari risiko pembayaran utang, dan dapat memiliki cadangan kas yang cukup, dengan kebutuhan perusahaan (Cheryta et al., 2017). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar aset keuangan yang dimiliki oleh perusahaan.

4. Pengaruh *Investment* terhadap *Cash Holdings*

Investment adalah penanaman modal yang dilakukan oleh perusahaan dengan tujuan mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang pada jangka waktu tertentu. Investment dalam melakukan pengukurannya menggunakan capital expenditure (capex) dibagi dengan total aset. Investment berpengaruh positif terhadap cash holdings. Investment yang tinggi, mengakibatkan cash holdings yang tinggi. Dalam hal ini, kekurangan arus kas dan perusahaan tidak memiliki aset likuid dapat mencegah perusahaan untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang menguntungkan. Perusahaan diharapkan dapat menyimpan uang tunai (cash holdings) untuk mengurangi financial distress, hal ini sesuai dengan tujuan perusahaan untuk memegang kas adalah sebagai precautionary motif (Opler et al., 1999). Perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi diharapkan memiliki cadangan kas yang besar, sehingga ketika perusahaan memiliki peluang investasi, mereka memiliki kas untuk mendapatkan keuntungan dari investasi tersebut tanpa harus mengorbankan investasi lainnya.



Gambar 1. Pengaruh Invesment terhadap Cash Holdings

III. METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara tahun 2014 – 2018 dan perusahaan non keuangan yang memiliki laporan keuangan dan laporan *Credit Ratings* pada tahun 2014 - 2018. Penelitian ini menggunakan SPSS sebagai teknik analisis data.

Credit Ratings dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat atau Credit ratings agency yaitu lembaga perusahaan yang memberikan peringkat kredit, untuk menilai kemampuan suatu perusahaan dalam melakukan pembayaran hutang secara tepat waktu dan kemungkinan adanya gagal bayar. Credit Ratings dalam penelitian ini diukur menggunakan skala ordinal dari lembaga pemeringkat kredit PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo). Diukur menggunakan Skala Ordinal yang tersedia di Pefindo.

Cash Holdings adalah jumlah kas yang dipegang perusahaan untuk menjalankan berbagai kegiatan perusahaan (Ginglinger dan Saddour, 2007).

$$Cash\ Holdings_{it} = \frac{Kas\ dan\ Setara\ Kas_{it}}{Total\ Aset_{it}}$$

Leverage adalah penggunaan hutang untuk meningkatkan laba atas investasi (Warren, Reeve et al 2014:174).

$$Leverage_{it} = \frac{Total\ Utang_{it}}{Nilai\ Pasar\ Ekuitas_{it}}$$

Profitability adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

$$Profitability_{it} = \frac{EBITDA_{it}}{Nilai\ Pasar\ Ekuitas_{it}}$$

Investment adalah penanaman modal untuk mendapatkan keuntungan dimasa yang akan datang dalam jangka waktu tertentu.

$$Investment_{it} = \frac{Capex_{it}}{Total\ Aset_{it}}$$

IV. HASIL PENELITIAN

Dalam penelitian ini untuk menguji seberapa besar pengaruh antara variabel independen dan variabel dependen, maka digunakan analisis regresi berganda. Pengujian analisis regresi berganda terdiri dari Uji Asumsi Klasik. Uji Asumsi Klasik meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedasitas), dan uji koefisien determinasi (R^2). Pada penelitian ini hasil dari analisis regresi berganda telah memenuhi seluruh uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedasitas).

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	MODEL REGRESI			Simpulan
	Koefisien	t	Sig	
(Constant)	0,015	0,458	0,647	-
CREDITRATINGS	0,005	2,235	0,027	Signifikan Positif
LEVERAGE	- 0,007	- 2,575	0,011	Signifikan Negatif
PROFITABILITY	0,137	5,090	0,000	Signifikan Positif
INVESTMENT	- 0.061	- 1,440	0,151	Tidak Signifikan
R SQUARE	0,239			
F STATISTIC	15,517			
F SIG	0,000 ^b			

Sumber : Hasil Olahan Data SPSS

Hasil analisis regresi berganda tersebut menunjukkan bahwa credit rating berpengaruh positif signifikan terhadap kas. Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kas. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap cash holdings. Investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap cash holdings. Pada tabel hasil tersebut Koefisien determinasi (R^2) adalah sebesar 0,239. Ini menjelaskan bahwa variabel Credit Ratings, Leverage, Profitability, dan Investment mampu menjelaskan variasi Cash Holdings sebesar 0,239 atau sebesar 23.9% dan sisanya yaitu 0,761 atau 76.1% dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel independen dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian.

V. PEMBAHASAN

A. Pengaruh *Credit Ratings* terhadap *Cash Holdings*

Credit Ratings berpengaruh positif signifikan terhadap Cash Holdings. Semakin tinggi peringkat kredit perusahaan maka semakin tinggi pula nilai aset keuangan

perusahaan tersebut. Peringkat kredit adalah ukuran kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya. Saat peringkat kredit berubah, perusahaan akan terus meningkatkan kas. Hal ini dilakukan untuk mempertahankan peringkat kredit dan melindungi dari penagihan. Menurut Joe dan Oh (2017), peringkat kredit merupakan faktor yang sangat penting bagi manajer dalam mengambil keputusan untuk menentukan cadangan kas perusahaan. Hal ini karena setiap tingkat peringkat kredit memiliki biaya dan manfaat. Perusahaan yang sensitif terhadap peringkat kredit meningkatkan cadangan kas mereka untuk menghindari penurunan atau peningkatan. Perusahaan lebih aman ketika mereka memiliki banyak cash holdings. Perusahaan mengurangi risiko kesulitan keuangan akibat kondisi ekonomi yang tidak pasti dengan cara meningkatkan cadangan kasnya. Cash Holdings dapat digunakan untuk membayar hutang perusahaan kepada investor jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Perubahan peringkat kredit mempengaruhi keputusan kebijakan moneter perusahaan. Perusahaan mengurangi kemungkinan kesulitan keuangan akibat kondisi ekonomi yang tidak pasti dengan meningkatkan cadangan kasnya. Cash Holdings dapat digunakan untuk membayar hutang perusahaan kepada investor jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Agar perusahaan dapat mempertahankan peringkat kreditnya. Perubahan credit rating dapat mempengaruhi keputusan kebijakan kas perusahaan dan tindakan pencegahan untuk menghindari risiko masa depan (Keynes, 1936).

B. Pengaruh Leverage terhadap Cash Holdings

Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap Cash Holdings. Semakin tinggi nilai Leverage perusahaan maka semakin rendah nilai Cash Holdings perusahaan. Leverage merupakan indikator untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menggunakan hutangnya untuk membiayai aset perusahaan. Perusahaan yang tingkat Leverage-nya yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan akan dengan mudah mendapatkan pendanaan eksternal (Ferreira dan Vilela, 2004). Berdasarkan Trade Off Theory menunjukkan bahwa perusahaan akan memegang tingkat kas yang optimal dengan mempertimbangkan biaya dan manfaat. Perusahaan yang memiliki tingkat Leverage yang tinggi, cenderung menggunakan hutang, karena dapat mendatangkan manfaat dalam penghematan pajak. Sehingga Cash Holdings yang dimiliki perusahaan akan rendah karena perusahaan dapat memanfaatkan akses hutang jika membutuhkan dana untuk kegiatan operasi maupun transaksi.

C. Pengaruh Profitability terhadap Cash Holdings

Profitability berpengaruh positif signifikan terhadap Cash Holdings. Semakin tinggi nilai Profitability perusahaan maka semakin tinggi pula nilai Cash Holdings perusahaan. Profitability merupakan indikator perusahaan dalam menghasilkan laba perusahaan. Apabila kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba tinggi, maka perusahaan akan menyimpan kas dalam jumlah yang tinggi pula. Berdasarkan Pecking Order Theory dijelaskan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan mengurangi hutangnya, karena perusahaan akan menggunakan pendanaan internal yaitu laba ditahan. Ketika Profitability perusahaan besar, maka menunjukkan bahwa perusahaan dapat menghasilkan laba yang cukup besar. Perusahaan akan menggunakan labanya untuk mendanai kegiatan operasionalnya dan sebagai tambahan modal bagi perusahaan. Selain itu, perusahaan juga dapat menyimpan kasnya dalam jumlah yang besar, untuk menghindari resiko gagal bayar kewajiban perusahaan dan ketidakpastian ekonomi perusahaan kedepannya.

D. Pengaruh Investment terhadap Cash Holdings

Investment tidak berpengaruh yang signifikan terhadap Cash Holdings. Investment tidak mempengaruhi tinggi rendahnya Cash Holdings perusahaan. Investment merupakan penanaman modal yang dilakukan oleh perusahaan untuk mendapat

keuntungan dimasa yang akan datang. Dalam Agency Theory dijelaskan bahwa hubungan negative antara Cash Holdings dan Investment, karena adanya perspektif agency yang dimana manajer menanamkan pada perusahaan peluang investasi yang tinggi dengan menahan kas dan digunakan untuk kepentingan personal (Opler et al., 1999). Investment tidak mempengaruhi tinggi rendahnya Cash Holdings perusahaan, karena dalam mendapatkan investasi tersebut, perusahaan menggunakan sumber pendanaan eksternal, yaitu hutang. Perusahaan lebih memilih menggunakan hutang karena adanya biaya bunga yang rendah, dibandingkan jika perusahaan harus membayar dividen kepada pemegang saham.

VI. KESIMPULAN

1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil regresi linier berganda terhadap sample penelitian perusahaan non keuangan yang tercatat di BEI dan PEFINDO pada tahun 2014-2018, maka dihasilkan kesimpulan bahwa Credit Ratings memiliki pengaruh positif terhadap Cash Holdings. Semakin tinggi nilai Credit Ratings perusahaan maka, akan meningkatkan jumlah Cash Holdings di perusahaan. Leverage memiliki pengaruh negatif terhadap Cash Holdings. Leverage perusahaan yang tinggi akan menurunkan jumlah Cash Holdings perusahaan. Profitability memiliki pengaruh positif terhadap Cash Holdings. Artinya, Profitability perusahaan yang tinggi akan meningkatkan jumlah Cash Holdings perusahaan. Investment tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Cash Holdings. Oleh karena itu, Investment tidak mempengaruhi tinggi rendahnya jumlah Cash Holdings perusahaan. Penelitian ini dapat memberikan kontribusi kepada perusahaan – perusahaan di Indonesia, namun penelitian ini tetap memiliki keterbatasan dikarenakan jumlah sampel yang terbatas dan periode penelitian yang digunakan adalah 2014 -2018, sehingga perlu adanya penelitian dengan periode penelitian yang lebih baru.

2. Saran

Saran yang bisa diberikan oleh peneliti adalah pertama, bagi investor, Credit Ratings merupakan informasi penting dalam membuat keputusan investasi, karena dapat mencerminkan risiko terutama likuiditas perusahaan. Bagi investor, Credit Ratings merupakan informasi penting dalam membuat keputusan investasi, karena dapat mencerminkan risiko terutama likuiditas perusahaan. Kedua, Bagi peneliti selanjutnya, dapat melihat variabel keuangan lain yang besarnya dapat dipengaruhi oleh rating perusahaan.

VII. DAFTAR PUSTAKA

- Asimakopoulos, P., & Asimakopoulos, S. (2018). A tale of two tails: Cross credit ratings and cash holdings. *Available at SSRN 3291498*.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European financial management*, 10(2), 295-319.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 49(1), 95-115.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International journal of economics and finance*, 4(1), 70-79.

- Ginglinger, E., & Saddour, K. (2008). Cash holdings, corporate governance and financial constraints. *Corporate Governance and Financial Constraints (July 30, 2008)*.
- Hall, T., Mateus, C., & Mateus, I. B. (2014). What determines cash holdings at privately held and publicly traded firms? Evidence from 20 emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 33, 104-116.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- Khieu, H. D., & Pyles, M. K. (2012). The influence of a credit rating change on corporate cash holdings and their marginal value. *Financial Review*, 47(2), 351-373.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle.
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.
- Ogundipe, L. O., Ogundipe, S. E., & Ajao, S. K. (2012). Cash holding and firm characteristics: Evidence from Nigerian emerging market. *Journal of Business, Economics and Finance*, 2, 45-58.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Papaioannou, G. J., Strock, E., & Travlos, N. G. (1992). Ownership structure and corporate liquidity policy. *Managerial and decision economics*, 13(4), 315-322.
- Rogers, D., Mendes-da-Silva, W., & Rogers, P. (2016). Credit rating change and capital structure in Latin America. *BAR-Brazilian Administration Review*, 13.