



JURNAL ILMIAH MANAJEMEN DAN AKUNTANSI

Halaman Jurnal: <https://journal.smartpublisher.id/index.php/jimat>

Halaman UTAMA Jurnal : <https://journal.smartpublisher.id/>



DOI: <https://doi.org/10.69714/p28q9q41>

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI CASH HOLDING PADA PERUSAHAAN PUBLIK DAN PERUSAHAAN MILIK PEMERINTAH: TINJAUAN PUSTAKA

Adli Rikanda Saputra^{a*}

^a Akuntansi Syariah; adlirikandas@radenintan.ac.id, Universitas Islam Negeri Raden Intan Lampung, Indonesia

* Penulis Korespondensi: Adli Rikanda Saputra

ABSTRACT

Corporate cash holding is a strategic financial decision that reflects a firm's ability to maintain liquidity, respond to uncertainty, and support investment opportunities. This study aims to synthesize previous research on the factors influencing cash holding in public companies. Particular attention is given to government-owned companies. This research applies a literature review method by examining relevant studies from major academic databases and analyzing them through thematic synthesis. The review identifies that corporate cash holding decisions are shaped by firm-specific, governance-related, macroeconomic, and institutional factors. These factors interact in complex ways and influence both the level and value of corporate cash holding. The main determinants found in the literature include firm size, leverage, cash flow, cash flow volatility, growth opportunities, net working capital, corporate governance, board characteristics, ownership structure, political connections, financial constraints, dividend policy, CEO characteristics, ESG performance, and digital finance. In government-owned companies, state ownership, political connections, governance quality, and institutional environment are particularly important because these factors may influence both the level and value of cash holding. The findings also show that no single theory fully explains cash holding behavior, as trade-off theory, pecking order theory, agency theory, and free cash flow hypothesis each provide partial explanations. This study concludes that future research should adopt more comparative, longitudinal, and context-sensitive approaches, particularly in examining cash holding in government-owned companies amid digital transformation, sustainability pressures, and increasing economic uncertainty.

Keywords: *cash holding; public companies; government-owned companies; corporate governance; SOEs; literature review*

Abstrak

Cash holding perusahaan merupakan keputusan keuangan strategis yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menjaga likuiditas, merespons ketidakpastian, dan mendukung peluang investasi. Penelitian ini bertujuan untuk mensintesis berbagai penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang memengaruhi cash holding pada perusahaan publik, dengan perhatian khusus pada perusahaan milik pemerintah. Penelitian ini menggunakan metode literature review dengan menelaah studi-studi relevan dari basis data akademik utama dan menganalisisnya melalui thematic synthesis. Hasil tinjauan menunjukkan bahwa keputusan cash holding perusahaan dipengaruhi oleh faktor spesifik perusahaan, tata kelola, makroekonomi, dan institusional. Faktor-faktor tersebut saling berinteraksi secara kompleks dalam menentukan tingkat dan nilai cash holding perusahaan. Determinan utama yang ditemukan dalam literatur meliputi ukuran perusahaan, leverage, arus kas, volatilitas arus kas, peluang pertumbuhan, net working capital, tata kelola perusahaan, karakteristik dewan, struktur kepemilikan, koneksi politik, kendala keuangan, kebijakan dividen, karakteristik CEO, kinerja ESG, dan digital finance. Pada perusahaan milik pemerintah, kepemilikan negara, koneksi politik, kualitas tata kelola, dan lingkungan institusional menjadi faktor yang sangat penting karena dapat memengaruhi tingkat sekaligus nilai cash holding. Temuan juga menunjukkan bahwa tidak ada satu teori tunggal yang sepenuhnya mampu menjelaskan perilaku cash

holding, karena trade-off theory, pecking order theory, agency theory, dan free cash flow hypothesis masing-masing memberikan penjelasan yang bersifat parsial. Penelitian ini menyimpulkan bahwa studi mendatang perlu menggunakan pendekatan yang lebih komparatif, longitudinal, dan peka terhadap konteks, terutama dalam mengkaji cash holding pada perusahaan milik negara di tengah transformasi digital, tekanan keberlanjutan, dan meningkatnya ketidakpastian ekonomi.

Kata Kunci: cash holding; perusahaan publik; perusahaan milik pemerintah; tata kelola perusahaan; literature review

1. PENDAHULUAN

Keputusan perusahaan dalam menentukan jumlah kas yang ditahan merupakan salah satu keputusan manajemen keuangan yang paling penting dalam perekonomian modern [1]. Pertanyaan mengenai mengapa perusahaan menahan kas dan berapa jumlah kas yang sebaiknya ditahan telah menarik perhatian akademik sejak Keynes memperkenalkan motif berjaga-jaga dalam kepemilikan aset likuid [2]. Kas yang tersedia dapat melindungi perusahaan dari masalah likuiditas. Namun, kepemilikan kas dalam jumlah tinggi juga dapat menimbulkan biaya karena kas memiliki nilai kini bersih yang rendah serta biaya terkait lainnya [1]. Oleh karena itu, menentukan tingkat cash holding yang tepat merupakan hal yang sulit, tetapi sangat penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan [3].

Literatur mengenai cash holding perusahaan telah berkembang secara signifikan selama tiga dekade terakhir. Pada tahap awal, pembahasan cash holding lebih banyak dijelaskan melalui model transaksi, yaitu kas dipandang sebagai instrumen untuk memenuhi kebutuhan operasional dan mengurangi biaya transaksi. Selanjutnya, kajian berkembang ke arah trade-off theory yang menekankan keseimbangan antara manfaat memegang kas dan biaya peluangnya, serta pecking order theory yang melihat kas sebagai sumber pendanaan internal ketika pembiayaan eksternal lebih mahal. Perkembangan berikutnya memasukkan perspektif teori keagenan dan hipotesis free cash flow, yang menyoroti potensi konflik antara manajer dan pemegang saham dalam penggunaan kas perusahaan [4], [5]. Berbagai studi empiris telah mengidentifikasi beragam faktor spesifik perusahaan, tata kelola, makroekonomi, dan institusional yang memengaruhi tingkat kas yang ditahan oleh perusahaan [6], [7]. Meskipun literatur terus berkembang, hasil penelitian masih menunjukkan temuan yang beragam dan sangat bergantung pada konteks, terutama ketika membandingkan perusahaan publik dengan perusahaan milik negara atau pemerintah [8], [9].

Tinjauan literatur ini bertujuan untuk mensintesis penelitian-penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *cash holding* pada perusahaan publik, dengan perhatian khusus pada perusahaan milik pemerintah atau state-owned enterprise (SOEs). Pembahasan disusun dengan mencakup dasar konseptual *cash holding*, kerangka teori utama, temuan empiris mengenai determinan *cash holding*, serta kesenjangan penting dalam literatur. Dengan demikian, tinjauan ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu keuangan perusahaan dengan memperjelas peta konseptual, mengintegrasikan temuan empiris yang masih tersebar, serta menawarkan arah penelitian masa depan yang lebih kontekstual, terutama pada SOEs.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Konsep Cash Holding

Cash holding mengacu pada jumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan untuk membiayai berbagai aktivitas dan kewajibannya [10]. Secara lebih spesifik, cash holding merupakan uang yang dimiliki perusahaan yang biasanya digunakan untuk kegiatan investasi atau didistribusikan kepada investor [4]. Tingkat kas yang ditahan oleh perusahaan bukanlah jumlah yang statis, melainkan hasil dari penyesuaian dinamis terhadap tingkat cash holding periode sebelumnya sesuai dengan perubahan lingkungan internal dan eksternal perusahaan [11].

Para akademisi mengidentifikasi tiga motif utama dalam *cash holding* perusahaan. Pertama, motif transaksi, yaitu kepemilikan kas untuk memfasilitasi transaksi harian perusahaan dan memperlancar pembayaran rutin, seperti pembayaran gaji karyawan, pembelian bahan baku, dan pelunasan kewajiban operasional [12], [13]. Kedua, motif berjaga-jaga, yaitu mempertahankan aset likuid untuk melindungi perusahaan dari ketidakpastian masa depan dan guncangan yang tidak menguntungkan, misalnya ketika terjadi krisis ekonomi, penurunan arus kas secara tiba-tiba, atau keterbatasan akses terhadap pendanaan eksternal [1], [14]. Ketiga, motif spekulatif, yaitu kepemilikan kas untuk memanfaatkan peluang investasi jangka pendek yang muncul, seperti akuisisi aset dengan harga yang menarik atau investasi pada proyek yang diperkirakan

memberikan keuntungan tinggi [11], [13]. Ketiga motif ini secara bersama-sama menjelaskan mengapa perusahaan mempertahankan cadangan kas melebihi kebutuhan operasional langsung [15], [16].

Pengukuran cash holding dalam penelitian empiris umumnya menggunakan rasio kas dan setara kas terhadap total aset atau aset bersih, meskipun berbagai definisi alternatif juga digunakan dalam literatur [17]. Tingkat cash holding memainkan peran penting dalam menentukan struktur aset perusahaan, dan manajer membutuhkan informasi yang memadai untuk membantu mengidentifikasi tingkat cash holding optimal perusahaan [18].

2.2 Teori Cash Holding

Landasan teori dalam penelitian cash holding perusahaan terutama bertumpu pada empat kerangka utama, yaitu trade-off theory, pecking order theory, agency theory, dan free cash flow hypothesis [4], [5], [19].

Trade-off theory menyatakan bahwa perusahaan menentukan tingkat cash holding yang optimal dengan menimbang biaya marginal dan manfaat marginal dari kepemilikan kas [18], [20]. Berdasarkan teori ini, perusahaan memilih tingkat kas terbaik dengan membandingkan biaya dan manfaat cash holding. Manajer akan menyesuaikan rasio kas sampai biaya marginal dari cash holding sama dengan manfaat marginalnya [6]. Implikasi empiris dari teori ini adalah bahwa tingkat *cash holding* perusahaan tidak bersifat acak, tetapi dipengaruhi oleh karakteristik yang menentukan kebutuhan likuiditas dan biaya memegang kas. Perusahaan dengan risiko arus kas tinggi, peluang pertumbuhan besar, dan keterbatasan akses pendanaan eksternal cenderung mempertahankan kas lebih tinggi, sedangkan perusahaan dengan leverage tinggi, aset likuid pengganti kas, atau akses pembiayaan yang lebih baik cenderung menahan kas lebih rendah. Manfaat kepemilikan kas muncul dari penghematan biaya transaksi dan motif berjaga-jaga, sedangkan biayanya mencakup biaya peluang berupa hilangnya potensi pengembalian dari investasi alternatif [21], [22].

Bukti empiris secara umum mendukung trade-off theory. Opler et al. menemukan bahwa tingkat cash holding perusahaan konsisten dengan model static trade-off, yaitu perusahaan dengan peluang pertumbuhan lebih besar tetapi arus kas lebih rendah cenderung menahan lebih banyak kas, sedangkan perusahaan dengan akses lebih mudah ke pasar modal cenderung menahan lebih sedikit kas [23]. Static trade-off theory mengasumsikan bahwa perusahaan dapat menyesuaikan kembali tingkat kasnya secara cepat menuju target cash holding. Sementara itu, dynamic trade-off theory mengakui bahwa ketidaksempurnaan pasar menimbulkan friksi dan keterlambatan dalam proses penyesuaian tersebut [24].

Pecking order theory yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf menyatakan bahwa tidak terdapat tingkat cash holding perusahaan yang optimal. Dalam teori ini, kas berfungsi sebagai penyangga antara kebutuhan investasi dan laba ditahan [6], [25]. Teori ini berangkat dari adanya asimetri informasi antara perusahaan dan kreditur, yang menyebabkan munculnya premi risiko atas pembiayaan eksternal. Akibatnya, perusahaan lebih memilih pendanaan internal dibandingkan utang atau penerbitan ekuitas [26]. Dalam kerangka pecking order theory, perusahaan dengan arus kas operasi yang lebih tinggi diasumsikan memiliki cadangan kas yang lebih besar [19].

Model pecking order theory menunjukkan bahwa kas berfungsi sebagai penyangga antara kebutuhan investasi dan laba ditahan, dengan penggunaan sumber daya internal untuk mengurangi biaya transaksi dan asimetri informasi [5]. Namun, implikasi empiris dari trade-off theory dan pecking order theory tidak selalu mudah dibedakan, terutama ketika biaya modal eksternal diberi peran yang lebih besar dalam analisis [27].

Agency theory, yang berakar pada hubungan prinsipal-agen antara pemegang saham dan manajer, merupakan salah satu kerangka teori yang paling sering digunakan untuk memahami keputusan cash holding [17], [28]. Teori ini menyatakan bahwa kepemilikan kas dalam jumlah besar dapat menimbulkan masalah keagenan atas free cash flow, karena manajer yang memiliki kekuasaan dapat tidak membagikan kas kepada pemegang saham dan justru menggunakannya untuk kepentingan pribadi [29]. Dengan demikian, agency theory memprediksi bahwa perusahaan dengan tata kelola yang lemah cenderung memiliki cash holding yang lebih tinggi, karena manajer memanfaatkan akses diskresioner terhadap aset likuid [30], [31]. Masalah keagenan tersebut dapat dikurangi melalui mekanisme tata kelola perusahaan yang efektif, seperti pengawasan dewan komisaris yang independen, keberadaan komite audit, transparansi pelaporan keuangan, perlindungan hak pemegang saham, serta pengawasan dari investor institusional. Mekanisme tersebut membatasi diskresi manajer dalam menggunakan kas perusahaan, meningkatkan

akuntabilitas keputusan keuangan, dan mendorong kas digunakan untuk tujuan yang bernilai ekonomis bagi pemegang saham.

Studi empiris menunjukkan bahwa tata kelola perusahaan yang lebih baik dapat memudahkan pemegang saham dalam mengendalikan manajer dengan cara mendorong penurunan tingkat cash holding [32]. Agency theory juga memandang cash holding yang tinggi sebagai tanda lemahnya tata kelola, karena manajer oportunistik dapat menggunakan kas tersebut untuk kepentingannya sendiri daripada untuk investasi yang optimal [33].

Free cash flow hypothesis yang dikembangkan oleh Jensen memprediksi bahwa pemegang saham secara sengaja membatasi akses manajer terhadap free cash flow untuk mengurangi konflik keagenan terkait penggunaan kas tersebut [32]. Free cash flow yang tinggi dan berada dalam kendali manajer dapat mendorong keputusan investasi yang ceroboh, pengeluaran yang tidak rasional, dan penurunan nilai perusahaan [34]. Hipotesis ini berkaitan erat dengan agency theory dan sering digunakan bersama-sama untuk menjelaskan mengapa perusahaan dengan struktur tata kelola yang lemah cenderung mengakumulasi cadangan kas secara berlebihan [35], [36].

Transaction cost theory juga digunakan untuk menjelaskan perilaku cash holding perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa biaya transaksi yang muncul ketika perusahaan mengonversi aset pengganti kas menjadi kas dapat menjelaskan kecenderungan perusahaan menimbun kas [37]. Studi-studi klasik menggambarkan model transaksi dalam kepemilikan kas, yaitu adanya trade-off antara kebutuhan likuiditas untuk melakukan transaksi perusahaan dan biaya peluang berupa hilangnya pendapatan bunga, sehingga menghasilkan tingkat kas ideal bagi perusahaan [38].

2.3 Cash Holding pada Perusahaan Publik dan SOEs

Kajian mengenai cash holding pada perusahaan publik telah memperoleh perhatian luas dalam literatur keuangan sejak karya awal Opler et al. [39]. Opler et al. menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi, risiko arus kas lebih besar, dan akses pendanaan eksternal yang lebih terbatas cenderung menahan kas dalam jumlah lebih besar. Sebaliknya, perusahaan yang lebih mudah mengakses pasar modal cenderung memiliki tingkat *cash holding* yang lebih rendah. Temuan ini menjadi dasar penting bagi penelitian berikutnya karena memperlihatkan bahwa keputusan *cash holding* tidak hanya berkaitan dengan kebutuhan likuiditas, tetapi juga dipengaruhi oleh peluang investasi, risiko, dan biaya pendanaan eksternal. Perusahaan publik menghadapi tekanan yang khas, seperti pengawasan investor, akses ke pasar modal, dan tuntutan tata kelola, yang semuanya memengaruhi keputusan cash holding [40], [41].

SOEs merupakan objek yang menarik dalam penelitian cash holding. Literatur menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik antara tingkat cash holding SOEs dan non-SOEs [8]. Perbedaan tersebut dapat terjadi karena SOEs memiliki karakteristik kelembagaan yang berbeda dari perusahaan swasta, terutama dalam hal akses terhadap pembiayaan yang didukung negara, jaminan implisit pemerintah, serta orientasi tujuan yang tidak selalu sepenuhnya berfokus pada maksimalisasi laba. Akses istimewa terhadap pembiayaan dapat menurunkan kebutuhan SOEs untuk menahan kas sebagai cadangan berjaga-jaga, sedangkan tujuan non-ekonomi pemerintah, seperti stabilitas sosial, penyerapan tenaga kerja, dan pelayanan publik, dapat memengaruhi cara kas dikelola dan dinilai oleh pasar. Dibandingkan dengan perusahaan non-BUMN, nilai cash holding pada perusahaan milik negara umumnya lebih rendah. Selain itu, peningkatan pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian dalam SOEs cenderung menyebabkan nilai cash holding yang lebih rendah [9]. Koneksi politik, yang lebih banyak ditemukan pada SOEs, terbukti dapat meningkatkan tingkat cash holding perusahaan, tetapi menurunkan nilai dari cash holding tersebut [9], [42].

Masalah keagenan pada SOEs berbeda dari perusahaan swasta. Dalam SOEs, pemerintah sebagai prinsipal dapat memiliki tujuan selain maksimalisasi laba, seperti penciptaan lapangan kerja, stabilitas sosial, dan tujuan politik. Hal ini dapat mendistorsi keputusan cash holding [43]. Selain itu, SOEs biasanya menikmati akses istimewa terhadap pembiayaan yang didukung negara, sehingga mengurangi motif berjaga-jaga dalam kepemilikan kas [8].

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode *structured literature review* untuk mensintesis penelitian-penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *cash holding* pada perusahaan publik, dengan fokus

husus pada SOEs. Tinjauan ini mengikuti pendekatan *literature review* terstruktur yang meliputi tahapan identifikasi, seleksi, evaluasi kritis, dan sintesis publikasi akademik yang relevan. Pendekatan tersebut dirancang untuk memastikan proses penelusuran dan analisis literatur dilakukan secara sistematis, transparan, dan dapat dipertanggungjawabkan, sehingga sintesis temuan dapat disusun secara komprehensif dan rigor [25].

3.2 Strategi Pencarian Literatur

Pencarian literatur dilakukan melalui basis data akademik utama, termasuk Scopus, Web of Science, SSRN, dan Google Scholar. Kata kunci yang digunakan mencakup kombinasi istilah “cash holding”, “cash management”, “corporate liquidity”, “determinants of cash holding”, “state-owned enterprises”, “government-owned companies”, “trade-off theory”, “pecking order theory”, “agency theory”, dan “corporate governance”. Pencarian tidak dibatasi berdasarkan tahun publikasi, sehingga memungkinkan masuknya karya-karya klasik maupun kontribusi terbaru dalam bidang ini. Pencarian literatur difokuskan pada publikasi tahun 2011 hingga 2025, dengan tetap membuka ruang bagi karya klasik yang relevan apabila memiliki kontribusi teoretis penting dalam pengembangan literatur cash holding.

3.3 Kriteria Pemilihan Literatur

Kriteria inklusi dalam penelitian ini mensyaratkan bahwa studi yang dipilih: pertama, secara langsung membahas determinan atau faktor-faktor yang memengaruhi corporate cash holding; kedua, dipublikasikan dalam jurnal peer-reviewed, seri working paper, atau outlet akademik bereputasi; dan ketiga, memberikan kontribusi teoretis atau empiris yang relevan dengan perusahaan publik atau SOEs. Studi dikeluarkan apabila hanya berfokus pada lembaga keuangan seperti bank, karena karakteristik cash holding lembaga keuangan berbeda dengan perusahaan non-keuangan, terutama terkait regulasi likuiditas, struktur aset, kewajiban intermediasi, dan pengawasan prudensial. Studi juga dikeluarkan apabila tidak menjadikan cash holding sebagai variabel utama penelitian.

3.4 Teknik Analisis Literatur

Literatur yang terpilih dianalisis menggunakan thematic synthesis, yaitu dengan mengelompokkan studi berdasarkan kerangka teori yang digunakan serta faktor-faktor spesifik yang dikaji. Pengelompokan tersebut memungkinkan identifikasi secara sistematis terhadap temuan-temuan yang konvergen maupun divergen di antara berbagai studi, sekaligus memetakan kesenjangan penelitian dan merumuskan arah penelitian masa depan [44].

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Perkembangan Literatur Cash Holding

Literatur akademik mengenai corporate cash holding telah berkembang secara substansial selama beberapa dekade terakhir. Kontribusi awal berfokus pada motif transaksi dan motif berjaga-jaga dalam kepemilikan kas, dengan merujuk pada pemikiran ekonomi Keynesian [2], [40]. Studi empiris awal oleh Kim et al. dan Opler et al. mengenai tingkat cash holding optimal telah membuka jalan bagi berkembangnya literatur empiris yang luas mengenai determinan manajemen kas perusahaan [40].

Penelitian selanjutnya memperluas ruang lingkup teoretis dan empiris cash holding dengan memasukkan agency theory, corporate governance, struktur kepemilikan, dan faktor makroekonomi [5], [25]. Dalam perkembangan terbaru, para peneliti mulai mengkaji peran digital finance, kinerja ESG, risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi, dan fintech dalam membentuk keputusan cash holding perusahaan [3], [11], [45], [46]. Studi pada perusahaan publik di Prancis menunjukkan bahwa keputusan *cash holding* juga dipengaruhi oleh karakteristik tata kelola, khususnya peran dewan direksi [40]. Hal ini menunjukkan bahwa faktor pendorong corporate cash holding tidak hanya bersifat keuangan internal, tetapi juga berkaitan dengan mekanisme tata kelola dan konteks kelembagaan perusahaan.

Perkembangan metodologi cash holding speed of adjustment, yang serupa dengan pendekatan dalam pengujian trade-off theory pada literatur struktur modal, turut memperkaya perangkat empiris yang tersedia bagi peneliti [5], [47]. Manfaat dari penyesuaian cash holding menuju tingkat target optimal antara lain menekan over-investment, menjaga cadangan kas, dan meredam dampak perubahan kondisi ekonomi yang substansial [5].

4.2 Faktor-Faktor yang Memengaruhi Cash Holding pada SOEs

4.2.1 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu karakteristik perusahaan yang paling menonjol dan dapat memberikan dampak signifikan terhadap tingkat cash holding [17]. Trade-off theory memprediksi hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan cash holding, karena perusahaan besar dapat memperoleh manfaat dari economies of scale, diversifikasi yang lebih tinggi, arus kas yang lebih stabil, probabilitas kesulitan keuangan yang lebih rendah, akses yang lebih mudah ke pasar modal, dan biaya pinjaman yang lebih rendah [6], [7]. Sejalan dengan prediksi tersebut, beberapa penelitian menunjukkan hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan cash holding [7], [44].

Namun, terdapat pula bukti yang menunjukkan hubungan positif antara ukuran perusahaan dan cash holding. Perusahaan besar memiliki kebijakan keuangan yang lebih fleksibel, sehingga dapat mendorong mereka untuk menahan lebih banyak kas [17]. Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan besar lebih berhasil dan cenderung memiliki lebih banyak kas setelah mengendalikan investasinya [48]. Temuan Ahmed et al. menunjukkan bahwa ukuran perusahaan secara positif menentukan corporate cash holding, sedangkan studi lain menemukan hubungan negatif yang mendukung trade-off theory sekaligus bertentangan dengan pecking order theory [49]. Ambiguitas ini menunjukkan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan cash holding sangat bergantung pada konteks. Ambiguitas ini menunjukkan bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan *cash holding* sangat bergantung pada konteks. Konteks tersebut antara lain meliputi akses perusahaan terhadap pasar modal, tingkat kendala keuangan, stabilitas arus kas, karakteristik industri, struktur kepemilikan, kualitas tata kelola, serta kondisi institusional dan makroekonomi di negara tempat perusahaan beroperasi.

Dalam konteks SOEs, ukuran perusahaan dapat berinteraksi dengan kepemilikan negara secara kompleks. SOEs sering kali merupakan entitas besar dengan akses istimewa terhadap pembiayaan negara, sehingga kebutuhan mereka untuk menahan kas sebagai cadangan berjaga-jaga dapat berkurang [8].

4.2.2 Leverage

Leverage merupakan determinan penting dari corporate cash holding, meskipun arah hubungannya secara teoretis masih ambigu. Pecking order theory dan free cash flow hypothesis mengimplikasikan hubungan negatif antara leverage dan cash holding, karena perusahaan dengan leverage tinggi telah memiliki kewajiban pembayaran utang yang membatasi akumulasi kas [27]. Sebaliknya, perusahaan dengan leverage tinggi juga menghadapi probabilitas kesulitan keuangan yang lebih besar, sehingga dapat muncul hubungan positif antara leverage dan cash holding karena perusahaan menahan kas sebagai penyangga terhadap risiko gagal bayar [27].

Bukti empiris dari Pakistan menunjukkan bahwa leverage berpengaruh signifikan terhadap cash holding [6]. Net working capital dan utang memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap cash holding, sehingga mendukung pecking order theory [3]. Pada perusahaan manufaktur di Indonesia, leverage juga diidentifikasi sebagai determinan signifikan dari cash holding [10], [48]. Beberapa studi menunjukkan hubungan negatif, karena perusahaan dengan utang tinggi memiliki kewajiban pembayaran yang membatasi kemampuan untuk mengakumulasi kas. Sebaliknya, studi lain menunjukkan hubungan positif, karena perusahaan dengan *leverage* tinggi menghadapi risiko gagal bayar yang lebih besar sehingga menahan kas sebagai cadangan likuiditas. Dengan demikian, hubungan antara cash holding dan leverage bersifat potensial ambigu dan dapat bervariasi antarindustri, negara, dan struktur kepemilikan [27].

4.2.3 Arus Kas dan Volatilitas Arus Kas

Arus kas merupakan determinan cash holding yang secara konsisten ditemukan dalam literatur. Model pecking order dalam pilihan pendanaan menyatakan bahwa perusahaan dengan arus kas besar diperkirakan akan mempertahankan saldo kas yang lebih tinggi, karena saldo kas merupakan hasil mekanis dari keputusan investasi dan pendanaan [50]. Hubungan positif antara arus kas dan cash holding didukung oleh berbagai studi empiris [19].

Volatilitas arus kas juga merupakan determinan penting. Perusahaan dengan arus kas yang lebih volatil menghadapi ketidakpastian yang lebih tinggi mengenai kebutuhan pendanaan di masa depan, sehingga mereka menahan lebih banyak kas sebagai cadangan berjaga-jaga [51], [52]. Han dan Qiu memodelkan motif berjaga-jaga dalam cash holding perusahaan dan menunjukkan bahwa cash holding perusahaan yang mengalami kendala keuangan sensitif terhadap volatilitas arus kas, karena kendala keuangan menciptakan

trade-off antarwaktu antara investasi saat ini dan investasi masa depan [52]. Arus kas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap cash holding, sejalan dengan pecking order theory [53].

4.2.4 Peluang Pertumbuhan dan Peluang Investasi

Peluang pertumbuhan (growth opportunities) umumnya diprediksi berhubungan positif dengan cash holding berdasarkan trade-off theory. Teori ini berpendapat bahwa perusahaan dengan peluang investasi yang lebih besar akan menahan lebih banyak kas untuk membiayai proyek-proyek yang memiliki net present value positif dan mengurangi risiko kehilangan peluang investasi akibat keterbatasan likuiditas atau tingginya biaya pendanaan eksternal [54]. Ketika perusahaan memiliki banyak peluang pertumbuhan tetapi tingkat arus kasnya rendah, perusahaan cenderung menahan lebih banyak kas [23]. Peluang investasi memiliki koefisien positif terhadap cash holding karena peluang pertumbuhan membutuhkan cash holding yang tinggi [53].

Sebaliknya, agency theory memberikan prediksi yang berbeda. Perspektif ini menekankan bahwa tingginya cash holding tidak selalu mencerminkan kebutuhan investasi yang produktif, tetapi dapat menjadi akibat perilaku oportunistik manajer. Pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah, manajer memiliki insentif untuk menahan kas dalam jumlah besar dan menggunakannya pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan atau bahkan memiliki net present value negatif demi kepentingan pribadi, sehingga hubungan antara peluang pertumbuhan dan cash holding menjadi negatif [55], [56]. Dengan demikian, perbedaan prediksi antara trade-off theory dan agency theory muncul karena keduanya menggunakan asumsi yang berbeda. Trade-off theory memandang kas sebagai sarana untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui pembiayaan investasi yang menguntungkan, sedangkan agency theory memandang kas sebagai sumber potensi konflik keagenan yang dapat disalahgunakan oleh manajer. Oleh karena itu, hubungan antara peluang pertumbuhan dan cash holding sangat bergantung pada dominasi motif efisiensi atau masalah keagenan dalam perusahaan.

4.2.5 Net Working Capital

Net working capital berfungsi sebagai substitusi cash holding, karena aset likuid dalam modal kerja dapat dikonversi menjadi kas dalam waktu relatif cepat. Trade-off theory memprediksi bahwa net working capital berpengaruh negatif terhadap cash holding karena kas tambahan dapat menggantikan aset likuid [57]. Bukti empiris pada perusahaan non-keuangan menunjukkan bahwa net working capital memiliki pengaruh signifikan terhadap corporate cash holding, sejalan dengan trade-off theory [54]. Namun, pecking order theory mendukung pandangan bahwa perusahaan yang mengalami kekurangan kas akan lebih cepat mengubah modal kerja menjadi kas, sehingga menghasilkan cadangan kas yang lebih tinggi [57].

4.2.6 Tata Kelola Perusahaan dan Karakteristik Dewan

Tata kelola perusahaan merupakan determinan penting dalam keputusan cash holding, terutama melalui perspektif agency theory [25], [58]. Tingkat tata kelola perusahaan memengaruhi nilai perusahaan pada berbagai tingkat cash holding, sebagaimana didokumentasikan oleh Harford et al. dan dikonfirmasi oleh studi-studi berikutnya [41]. Tata kelola perusahaan yang lemah semakin memperkuat kecenderungan manajer untuk menimbun kas berlebih, sehingga perusahaan menjadi lebih sulit menentukan tingkat cash holding optimal di tengah biaya keagenan [30].

Karakteristik dewan, termasuk ukuran dewan, independensi dewan, dan keberagaman gender dewan, telah banyak diteliti sebagai determinan cash holding. Keberagaman gender dewan ditemukan berpengaruh negatif terhadap corporate cash holding, sejalan dengan agency theory, karena direktur independen perempuan dianggap sebagai pengawas yang kuat dan intensitas pengawasannya memengaruhi keputusan cash holding [59]. Namun, studi lain menemukan hubungan positif antara eksekutif perempuan dan cash holding, yang dikaitkan dengan perilaku aversi risiko dan motif berjaga-jaga untuk mengurangi risiko keuangan potensial [60], [61].

Remunerasi dewan juga dikaitkan dengan cash holding, dengan temuan yang menunjukkan hubungan positif maupun negatif tergantung pada konteksnya [49]. Pengaruh tata kelola pada tingkat negara dan tingkat perusahaan terhadap cash holding umumnya dipisahkan dalam literatur, meskipun beberapa studi meneliti keduanya secara bersamaan [25].

4.2.7 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan determinan signifikan dari corporate cash holding, terutama dalam konteks SOEs. Kepemilikan orang dalam berperan signifikan dalam menentukan cash holding. Hubungan antara kepemilikan manajerial dan cash holding bersifat non-monotonik, karena pada tingkat kepemilikan tertentu, kepemilikan manajerial dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham sehingga menekan kecenderungan penimbunan kas. Namun, pada tingkat kepemilikan yang lebih tinggi, manajer dapat memiliki kontrol yang lebih kuat atas keputusan perusahaan sehingga berpotensi mempertahankan kas dalam jumlah besar untuk kepentingan diskresioner [62]. Kepemilikan asing ditemukan berhubungan negatif dengan cash holding dalam beberapa konteks pasar berkembang [63].

Kepemilikan negara sangat relevan bagi SOEs. SOEs dan non-SOEs menunjukkan perbedaan yang signifikan secara statistik dalam tingkat cash holding [8]. Free cash flow theory menyatakan bahwa biaya keagenan dari kepemilikan kas bebas dalam jumlah besar tergolong tinggi. Perusahaan dengan pemegang saham yang memiliki kekuatan lebih besar dalam operasi dan tata kelola perusahaan cenderung memiliki cash holding yang lebih rendah [8]. Koneksi politik, yang lebih umum ditemukan pada SOEs, dapat meningkatkan tingkat cash holding perusahaan tetapi menurunkan nilai dari cash holding tersebut, dengan efek yang lebih signifikan pada perusahaan milik negara [9], [42].

4.2.8 Koneksi Politik

Koneksi politik muncul sebagai determinan penting cash holding, khususnya di pasar berkembang dan SOEs. Perusahaan yang memiliki koneksi politik dapat menikmati akses istimewa terhadap pembiayaan yang didukung negara, sehingga mengurangi motif berjaga-jaga dalam kepemilikan kas [1]. Sebaliknya, koneksi politik juga dapat digunakan sebagai sumber nilai perusahaan dan memengaruhi keputusan cash holding melalui dampaknya terhadap kendala keuangan dan ketidakpastian [22], [29].

Interlocking directorship dalam network centrality dan structural holes telah diidentifikasi sebagai determinan corporate cash holding melalui saluran koneksi politik [63]. Dampak moderasi koneksi politik terhadap hubungan antara cash holding dan kelangsungan perusahaan juga telah didokumentasikan dalam ekonomi berkembang, dengan perusahaan yang memiliki koneksi politik menunjukkan perilaku cash holding yang berbeda dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki koneksi politik [64].

4.2.9 Faktor Makroekonomi dan Institusional

Kondisi makroekonomi dan lingkungan institusional secara signifikan memengaruhi keputusan cash holding perusahaan. Ketidakpastian kebijakan ekonomi ditemukan berpengaruh positif terhadap cash holding, karena perusahaan meningkatkan cadangan kas berjaga-jaga dalam merespons meningkatnya ketidakpastian [1], [65]. Belanja modal merupakan mekanisme penting yang menjelaskan bagaimana ketidakpastian kebijakan ekonomi memengaruhi cash holding, sehingga mendukung motif berjaga-jaga [1].

Risiko geopolitik merupakan faktor makroekonomi lain yang mendorong cash holding berbasis motif berjaga-jaga. Bukti dari Arab Saudi dan perusahaan pelayaran global menunjukkan bahwa perusahaan secara signifikan meningkatkan cadangan kas sebagai respons terhadap risiko geopolitik yang lebih tinggi [45]. Sikap kebijakan moneter juga memengaruhi corporate cash holding. Kebijakan moneter yang lebih longgar menyebabkan perusahaan menahan kas lebih sedikit karena biaya transaksi dari motif berjaga-jaga menjadi lebih rendah [26].

Marketization dan perkembangan keuangan merupakan faktor institusional yang membentuk keputusan cash holding. Marketization dapat mengurangi kendala keuangan, yang kemudian memengaruhi tingkat corporate cash holding [23]. Institusi yang kuat memengaruhi nilai corporate cash holding dengan mengurangi risiko ekspropriasi, dan nilai cash holding bervariasi antarnegara dengan lingkungan institusional yang berbeda [65].

4.2.10 Kendala Keuangan

Kendala keuangan merupakan determinan utama cash holding, terutama melalui motif berjaga-jaga. Perusahaan yang mengalami kesulitan mengakses pendanaan, seperti perusahaan kecil, perusahaan dengan peringkat kredit rendah, atau perusahaan dengan indeks kendala keuangan tinggi, sering kali menahan lebih banyak kas untuk mengakumulasi modal internal sebagai pengganti modal eksternal [66]. Motif berjaga-jaga dalam cash holding menunjukkan bahwa perusahaan dengan friksi yang lebih besar dalam memperoleh pembiayaan eksternal akan menahan lebih banyak kas untuk menghadapi guncangan yang merugikan [67].

Perusahaan yang menghadapi kendala keuangan menunjukkan sensitivitas cash holding yang lebih besar terhadap volatilitas arus kas, karena kendala keuangan menciptakan trade-off antarwaktu antara investasi saat ini dan investasi masa depan [52]. Pengambilan risiko perusahaan dan kendala keuangan berinteraksi dalam membentuk keputusan cash holding, dengan perusahaan menahan kas lebih tinggi untuk mengurangi risiko yang terkait dengan penurunan ekonomi dan fluktuasi arus kas yang tidak terduga [68].

4.2.11 Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen berhubungan negatif dengan cash holding dalam beberapa studi empiris. Perusahaan yang membayar dividen dapat memperoleh dana di pasar modal dengan biaya lebih rendah, sehingga kebutuhan mereka untuk menahan kas berjaga-jaga menjadi lebih kecil [52]. Bates et al. menemukan hubungan negatif yang signifikan antara cash holding dan pembayaran dividen, sejalan dengan prediksi trade-off theory bahwa perusahaan pembayar dividen memiliki cash holding yang lebih rendah [52]. Hubungan antara kebijakan dividen dan cash holding juga dimediasi oleh struktur kepemilikan dan tingkat cash holding yang suboptimal [36].

4.2.12 Karakteristik CEO dan Eksekutif

Karakteristik CEO dan eksekutif semakin mendapat perhatian sebagai determinan cash holding. Usia CEO ditemukan memoderasi keputusan cash holding. CEO yang lebih tua pada perusahaan Belgia lebih memperhatikan motif berjaga-jaga terhadap kas dan mempertahankan tingkat kas yang lebih tinggi dibandingkan CEO yang lebih muda [39]. Teori ekonomi tradisional mengasumsikan perilaku rasional CEO, tetapi faktor perilaku seperti overconfidence dan aversi risiko juga memengaruhi keputusan cash holding [39], [63].

Masa jabatan CEO dan keberadaan eksekutif perempuan juga berpengaruh terhadap corporate cash holding. CEO perempuan cenderung menahan lebih banyak kas, yang menunjukkan pendekatan keuangan perusahaan yang lebih konservatif [60]. Kompensasi eksekutif dan struktur insentif memengaruhi kebijakan cash holding dan pembayaran, dengan horizon incentives turut memengaruhi kecenderungan perusahaan untuk mempertahankan kas [69].

4.2.13 Kinerja ESG dan Corporate Social Responsibility

Kinerja ESG dan corporate social responsibility atau CSR muncul sebagai determinan cash holding yang relatif baru. Melalui keterlibatan ESG, para pemangku kepentingan dapat lebih percaya kepada perusahaan yang memiliki cash holding lebih tinggi, terutama untuk menghadapi guncangan yang tidak terduga. Cash holding yang tinggi juga dapat memberikan keunggulan kompetitif di pasar [46]. Aktivitas CSR berhubungan dengan nilai cash holding yang lebih tinggi karena CSR memberikan sinyal komitmen perusahaan terhadap kepentingan pemangku kepentingan dan mengurangi asimetri informasi [70].

Agency theory membantu menjelaskan hubungan antara mekanisme tata kelola perusahaan, seperti kinerja ESG, dan cash holding. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat menimbulkan biaya keagenan, termasuk pengelolaan kas yang tidak efisien [60]. Keberagaman gender dewan memoderasi hubungan antara kinerja ESG dan cash holding, di mana dewan yang lebih beragam secara gender dikaitkan dengan manajemen kas yang lebih efisien [60].

4.2.14 Digital Finance dan FinTech

Digital finance dan fintech merupakan determinan baru dalam corporate cash holding. Studi mengenai digital finance dan cash holding perusahaan masih relatif terbatas, tetapi bukti yang tersedia menunjukkan bahwa digital finance memengaruhi perilaku cash holding melalui heterogenitas organisasi dan saluran transmisi strategis [11]. Adopsi fintech juga ditemukan memengaruhi cash holding perusahaan di Tiongkok, dengan implikasi terhadap tata kelola perusahaan dan kendala keuangan [3].

4.3 Diskusi Kritis dan Kesenjangan Penelitian

Meskipun literatur mengenai cash holding sudah luas, terdapat beberapa kesenjangan dan persoalan yang masih belum terselesaikan. Pertama, hasil penelitian empiris sering kali beragam dan bergantung pada konteks. Misalnya, ukuran perusahaan dalam sebagian studi ditemukan berhubungan negatif dengan cash holding karena perusahaan besar memiliki akses pendanaan eksternal yang lebih baik, tetapi studi lain menemukan hubungan positif karena perusahaan besar memiliki kapasitas keuangan yang lebih fleksibel untuk mengakumulasi kas. Inkonsistensi juga terlihat pada variabel leverage, yang dapat berhubungan negatif dengan cash holding karena beban utang membatasi akumulasi kas, tetapi dapat pula berhubungan

positif ketika perusahaan berutang tinggi menahan kas sebagai cadangan untuk menghadapi risiko gagal bayar. Arah dan besarnya hubungan antara cash holdings dan determinannya berbeda antarnegara, industri, dan periode waktu [48], [71]. Inkonsistensi ini membatasi generalisasi temuan dan menuntut desain penelitian yang lebih kontekstual dan sensitif terhadap kondisi spesifik.

Kedua, literatur mengenai cash holding pada SOEs masih relatif kurang berkembang dibandingkan penelitian pada perusahaan swasta. Meskipun studi telah mendokumentasikan perbedaan tingkat cash holding antara SOEs dan non-SOEs [8], mekanisme bagaimana kepemilikan negara membentuk keputusan cash holding belum sepenuhnya dipahami. Kesenjangan ini dapat diatasi melalui studi komparatif antara SOEs dan non-SOEs, analisis panel longitudinal, serta pendekatan kelembagaan yang mempertimbangkan variasi regulasi, kualitas tata kelola, dan tingkat intervensi pemerintah. Interaksi antara koneksi politik, kepemilikan negara, dan nilai *cash holding* masih memerlukan penelitian lebih lanjut [9], [42].

Ketiga, peran faktor perilaku, termasuk overconfidence CEO, aversi risiko, dan horizon manajerial, dalam membentuk keputusan cash holding masih mendapat perhatian yang terbatas dibandingkan faktor struktural dan tata kelola [39], [63]. Teori ekonomi tradisional mengasumsikan perilaku rasional CEO, tetapi banyak studi empiris belum memasukkan faktor manusia dalam meneliti determinan kebijakan cash holding perusahaan [39].

Keempat, pengaruh fenomena baru seperti digital finance, fintech, ESG, dan risiko geopolitik terhadap cash holding masih berada pada tahap awal penelitian [11], [45], [46]. Faktor-faktor ini kemungkinan akan semakin penting seiring perkembangan lingkungan bisnis global, sehingga integrasinya ke dalam penelitian cash holding menjadi peluang penting bagi pengembangan ilmu.

Kelima, hubungan antara cash holding dan kinerja perusahaan masih diperdebatkan. Beberapa studi menemukan hubungan positif antara cash holding dan profitabilitas [21], [34], sementara studi lain menemukan hubungan berbentuk inverted U-shaped [72], dan sebagian lainnya menemukan hubungan yang tidak signifikan atau negatif. Dengan demikian, tingkat cash holding optimal yang mampu memaksimalkan nilai perusahaan masih menjadi pertanyaan empiris terbuka, terutama untuk SOEs. Pertanyaan ini dapat dijawab melalui pendekatan kuantitatif berbasis data panel dinamis, pengujian hubungan non-linear, serta metode threshold regression atau quadratic regression untuk mengidentifikasi titik optimal cash holding yang berkaitan dengan kinerja atau nilai perusahaan.

4.4 Agenda Penelitian Masa Depan

Pertama, penelitian mendatang perlu mengkaji determinan cash holding pada SOEs dalam konteks institusional dan politik yang lebih spesifik, misalnya dengan membandingkan SOEs di negara berkembang dan negara maju. Perbandingan ini penting karena perbedaan kualitas tata kelola, perlindungan investor, tingkat intervensi pemerintah, perkembangan pasar modal, serta stabilitas politik dapat memengaruhi cara kepemilikan negara dan koneksi politik membentuk keputusan cash holding [1], [8]. Studi komparatif lintas negara dengan tingkat kepemilikan negara dan perkembangan institusional yang berbeda akan sangat bernilai.

Kedua, penelitian masa depan perlu mengintegrasikan perspektif perilaku ke dalam model cash holding. Penelitian dapat mengkaji bagaimana karakteristik CEO, psikologi manajerial, dan budaya organisasi memengaruhi keputusan cash holding pada perusahaan publik maupun SOEs [39]. Faktor perilaku tersebut dapat diukur melalui pendekatan kuantitatif, misalnya menggunakan proksi karakteristik CEO seperti usia, masa jabatan, latar belakang pendidikan, pengalaman kerja, gender, dan tingkat overconfidence, serta melalui survei psikometrik untuk menangkap aspek preferensi risiko, gaya kepemimpinan, dan budaya organisasi. Peran moderasi asal-usul hukum dan lingkungan institusional terhadap hubungan antara karakteristik CEO dan cash holding juga layak diteliti lebih lanjut [39].

Ketiga, dampak digital finance, fintech, dan ESG terhadap cash holding pada SOEs merupakan arah penelitian yang menjanjikan [3], [11], [46]. Ketika pemerintah semakin mendorong transformasi digital dan pembangunan berkelanjutan, pemahaman mengenai bagaimana tren tersebut memengaruhi keputusan cash holding pada SOEs memiliki relevansi akademik dan kebijakan.

Keempat, penelitian masa depan perlu menggunakan metode ekonometrika yang lebih canggih, termasuk dynamic panel data models, instrumental variable approaches, dan natural experiment designs, untuk mengatasi masalah endogeneity dan membangun hubungan kausal antara determinan cash holding dan

hasilnya [56], [59]. Penggunaan generalized method of moments atau GMM dan teknik estimasi dinamis lainnya penting karena cash holding cenderung persisten dari waktu ke waktu [11].

Kelima, studi berbasis industri mengenai determinan cash holding masih diperlukan, karena konteks sektor perusahaan merupakan determinan penting dalam keputusan cash holding [71]. Penelitian masa depan dapat lebih berfokus pada industri yang relatif belum banyak diteliti, seperti sektor energi terbarukan, teknologi digital, kesehatan, infrastruktur, transportasi, dan industri berisiko lingkungan tinggi. Perbedaan karakteristik industri tersebut dapat memengaruhi ketidakpastian arus kas, kebutuhan investasi, risiko operasional, akses pendanaan, serta strategi likuiditas perusahaan. Oleh karena itu, perbandingan lintas industri dapat menyembunyikan heterogenitas penting apabila tidak dianalisis secara hati-hati [71].

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Tinjauan literatur ini telah mensintesis berbagai penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi cash holding pada perusahaan publik, dengan perhatian khusus pada SOEs. Tinjauan ini menunjukkan bahwa keputusan corporate cash holding dibentuk oleh interaksi kompleks antara faktor spesifik perusahaan, tata kelola, makroekonomi, dan institusional. Tidak ada satu kerangka teori tunggal yang mampu menjelaskan seluruh variasi perilaku cash holding yang diamati [25], [47].

Trade-off theory, pecking order theory, agency theory, dan free cash flow hypothesis masing-masing memberikan penjelasan yang bernilai, tetapi bersifat parsial mengenai mengapa perusahaan menahan kas dan berapa jumlah kas yang ditahan [4], [19]. Bukti empiris mendukung unsur-unsur dari keempat kerangka tersebut, dan penjelasan yang lebih komprehensif mengenai perilaku cash holding umumnya memadukan beberapa perspektif teori secara bersamaan [7], [53].

Determinan utama cash holding yang teridentifikasi dalam literatur meliputi ukuran perusahaan, leverage, arus kas dan volatilitasnya, peluang pertumbuhan, net working capital, tata kelola perusahaan dan karakteristik dewan, struktur kepemilikan, koneksi politik, kondisi makroekonomi, kendala keuangan, kebijakan dividen, karakteristik CEO dan eksekutif, kinerja ESG, serta digital finance [6], [11], [25]. Dalam konteks khusus SOEs, kepemilikan negara, koneksi politik, serta interaksi antara kualitas tata kelola dan lingkungan institusional merupakan determinan yang sangat penting [8], [9].

Beberapa saran dapat dirumuskan dari tinjauan ini. Bagi praktisi dan pembuat kebijakan, temuan ini menegaskan pentingnya mekanisme tata kelola perusahaan yang kuat untuk memastikan bahwa cash holding dikelola demi kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya, bukan diakumulasi untuk kepentingan pribadi manajer [30], [31]. Khusus bagi SOEs, reformasi yang memperkuat independensi dewan, mengurangi intervensi politik, dan meningkatkan transparansi kemungkinan besar akan menghasilkan pengelolaan kas yang lebih efisien [8], [43].

Bagi peneliti, tinjauan ini menegaskan perlunya studi yang lebih komparatif, longitudinal, dan peka terhadap konteks mengenai determinan cash holding pada SOEs. Penelitian masa depan dapat menggunakan studi komparatif lintas negara, desain data panel longitudinal, serta metode ekonometrika yang lebih kuat, seperti Generalized Method of Moments (GMM), fixed effects model, difference-in-differences, atau dynamic panel regression, untuk menangkap dinamika hubungan antarvariabel dan mengurangi potensi bias endogenitas. Selain itu, perspektif perilaku, digital, dan keberlanjutan perlu lebih banyak diintegrasikan ke dalam penelitian cash holding [11], [39], [46]. Dengan mengatasi kesenjangan tersebut, penelitian cash holding tidak hanya dapat memperkaya pemahaman teoretis, tetapi juga memberikan wawasan praktis bagi manajer perusahaan, investor, dan pembuat kebijakan dalam menghadapi lingkungan global yang semakin kompleks dan penuh ketidakpastian.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] L. T. H. Tran, T. T. K. Tu, dan B. Cong Nguyen To, "Uncertainty and cash holdings: the moderating role of political connections," *IJMF*, vol. 20, no. 5, hlm. 1218–1243, Okt 2024, doi: 10.1108/IJMF-05-2023-0245.

- [2] I. Almamlouk, “Monitoring, Cash Holdings and Earnings Management: Evidence from U.S. Local Newspaper Closures,” PhD, Swansea University, Swansea, Wales, UK, 2024. doi: 10.23889/SUthesis.67856.
- [3] I. Ullah dan A. Zeb, “FinTech and firm’s cash holdings: evidence from China,” *DPRG*, vol. 25, no. 5, hlm. 522–541, Jul 2023, doi: 10.1108/DPRG-02-2023-0029.
- [4] N. Anggrahini, D. S. Hariyani, dan L. N. Sulistiyowati, “Growth Opportunity, Leverage, Net Working Capital and Firm Size on Cash Holding,” dalam *Proceedings of the 3rd International Conference on Education and Technology (ICETECH 2022)*, vol. 745, J. Handhika, M. Lukitasari, S. Ricahyono, dan D. A. Nugraha, Ed., dalam *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, vol. 745, Paris: Atlantis Press SARL, 2023, hlm. 751–759. doi: 10.2991/978-2-38476-056-5_71.
- [5] R. H. K. Hc, M. M. Hanafi, dan W. N. Lantara, “The Effect of Optimal Cash and Deviation from Target Cash on the Firm Value: Empirical Study in Indonesian Firms,” *JDM*, vol. 10, no. 1, hlm. 1–13, Sep 2019, doi: 10.15294/jdm.v10i1.17359.
- [6] M. Shabbir, S. Haider Hashmi, dan G. Mujtaba Chaudhary, “Determinants of corporate cash holdings in Pakistan,” *IJOL*, vol. 5, no. 1, hlm. 50–62, Jan 2016, doi: 10.33844/ijol.2016.60263.
- [7] M. I. P. Sitorus, I. P. Simbolon, dan A. Hajanirina, “The Determinants of Corporate Cash Holding in Indonesia: Manufacturing Company,” *JAAF*, vol. 4, no. 2, hlm. 120, Sep 2020, doi: 10.33021/jaaf.v4i2.1243.
- [8] J. Yang, T. Jiang, dan L. Dai, “State-ownership and corporate cash holding: Evidence from China,” *Australian Economic Papers*, vol. 61, no. 2, hlm. 217–233, Jun 2022, doi: 10.1111/1467-8454.12244.
- [9] L. Zhang, C. Shao, dan J. Wang, “The Differential Moderating Effect of Executive Compensation on Innovation Investment and Cash Holding Value in China,” *Discrete Dynamics in Nature and Society*, vol. 2023, hlm. 1–20, Jun 2023, doi: 10.1155/2023/2381131.
- [10] A. L. Wijaya dan N. Bandi, “The Effect of Leverage on Corporate Cash Holdings: Evidence from Indonesian Manufacturing Firms,” *FAI*, vol. 9, no. 2, hlm. 61–72, Des 2018, doi: 10.5817/FAI2018-2-4.
- [11] X. Qu dan B. Zhu, “Digital Finance and Corporate Cash-Holding Strategy: Organizational Heterogeneity and Strategic Transmission Channels,” *Sustainability*, vol. 15, no. 3, hlm. 2361, Jan 2023, doi: 10.3390/su15032361.
- [12] Y. Cai, Y. Liu, dan X. Li, “The Effect of Corporate Cash Holding on Idiosyncratic Risk: Evidence from China,” dipresentasikan pada 2021 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2021), Guangzhou, China, 2021. doi: 10.2991/assehr.k.211209.261.
- [13] G. K. Kolas dan N. Arnis, “The optimal allocation of current assets using mean-variance analysis,” *JAMIS*, vol. 18, no. 1, hlm. 50–72, Mar 2019, doi: 10.24818/jamis.2019.01003.
- [14] S. S. Chakraborty, M. Raithatha, dan T. S. Shaw, “Market Valuation of Cash Holdings: Role of Default Risk During COVID-19,” *Journal of Emerging Market Finance*, vol. 24, no. 4, hlm. 461–485, Des 2025, doi: 10.1177/09726527251359027.
- [15] B. Sutrisno, “COVID-19 and Corporate Cash Holdings in Indonesia,” *IFR*, vol. 1, no. 1, hlm. 11–17, Agu 2021, doi: 10.55538/ifr.v1i1.2.
- [16] S. Wasiuzzaman, “Determinants of liquidity in Malaysian SMEs: a quantile regression approach,” *IJPPM*, vol. 67, no. 9, hlm. 1566–1584, Nov 2018, doi: 10.1108/IJPPM-12-2017-0354.
- [17] S. T.F. Abuhijleh dan M. A.A. Zaid, “Do political connections shape the nexus between board attributes and corporate cash holdings?,” *EMJB*, vol. 18, no. 1, hlm. 85–110, Feb 2023, doi: 10.1108/EMJB-09-2021-0136.
- [18] I. El Kalak dan O. K. Tosun, “ETF ownership and corporate cash holdings,” *Euro Fin Management*, vol. 28, no. 5, hlm. 1308–1346, Nov 2022, doi: 10.1111/eufm.12352.
- [19] A. Rashid, N. Riaz, dan A. Riaz, “Optimal Cash Holding and Firms Profitability: A Case of Pakistan,” *IJMRES*, vol. 12, no. 4, Des 2022, doi: 10.56536/ijmres.v12i4.360.
- [20] S. Suherman, B. Usman, T. F. Mahfirah, dan R. Vesta, “Do female executives and CEO tenure matter for corporate cash holdings? Insight from a Southeast Asian country,” *CG*, vol. 21, no. 5, hlm. 939–960, Jul 2021, doi: 10.1108/CG-07-2020-0290.
- [21] F. Alnori dan A. Bugshan, “Cash holdings and firm performance: empirical analysis from Shariah-compliant and conventional corporations,” *IMEFM*, vol. 16, no. 3, hlm. 498–515, Apr 2023, doi: 10.1108/IMEFM-01-2022-0005.
- [22] O. I. Tawfik, H. E. Elmaasrawy, dan K. Albitar, “Political connections, financing decisions and cash holdings: empirical evidence from Gulf Cooperation Council,” *JFRA*, vol. 22, no. 4, hlm. 942–971, Jul 2024, doi: 10.1108/JFRA-10-2021-0382.

- [23] L. Lei, H. Zhou, dan D. Wang, "Marketization and corporate cash holdings: Role of financial constraint alleviation," *Int Rev Finance*, vol. 24, no. 4, hlm. 743–771, Des 2024, doi: 10.1111/irfi.12467.
- [24] T. Chireka dan T. Moloi, "Managerial ability and corporate cash holdings adjustment speed in South African listed firms," *Acta Commerci*, vol. 23, no. 1, Des 2023, doi: 10.4102/ac.v23i1.1180.
- [25] T. Akhtar, M. A. Tareq, M. R. P. Sakti, dan A. A. Khan, "Corporate governance and cash holdings: the way forward," *QRFM*, vol. 10, no. 2, hlm. 152–170, Mei 2018, doi: 10.1108/QRFM-04-2017-0034.
- [26] B. C. ŞahiN dan S. Gül, "Corporate Cash Holding and Monetary Policy," *Maliye Finans Yazıları*, no. 117, hlm. 101–114, Apr 2022, doi: 10.33203/mfy.1044804.
- [27] Y. Belghitar dan J. Khan, "Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings," *Small Bus Econ*, vol. 40, no. 1, hlm. 59–72, Jan 2013, doi: 10.1007/s11187-011-9366-z.
- [28] E. Ozordi, D. Titilayo Adetula, D. Felix Eluyela, A. Aina, dan M. Arinola Ogabi, "Corporate dynamism and cash holding decision in listed manufacturing firms in Nigeria," *Problems and Perspectives in Management*, vol. 17, no. 4, hlm. 1–12, Okt 2019, doi: 10.21511/ppm.17(4).2019.01.
- [29] S. Ullah dan Y. Kamal, "Board Characteristics, Political Connections, and Corporate Cash Holdings: The Role of Firm Size and Political Regime," *BER*, vol. 9, no. 1, hlm. 157–179, Mar 2017, doi: 10.22547/BER/9.1.9.
- [30] J. Hui Kwan dan W. Yeap Lau, "Corporate Governance and Cash Holdings in Hospitality Firms: Do Board Characteristics Matter?," *Asian Economic and Financial Review*, vol. 10, no. 7, hlm. 816–832, 2020, doi: 10.18488/journal.aefr.2020.107.816.832.
- [31] I. A. Shah, S. Z. Ali Shah, M. Nouman, F. U. Khan, D. Badulescu, dan L.-M. Cismas, "Corporate Governance and Cash Holding: New Insights from Concentrated and Competitive Industries," *Sustainability*, vol. 13, no. 9, hlm. 4816, Apr 2021, doi: 10.3390/su13094816.
- [32] C. Beuselinck dan Y. Du, "Determinants of Cash Holdings in Multinational Corporation's Foreign Subsidiaries: US Subsidiaries in China," *Corporate Governance*, vol. 25, no. 2, hlm. 100–115, Mar 2017, doi: 10.1111/corg.12176.
- [33] M. Makpotche, K. Bouslah, dan B. M'Zali, "Corporate governance and green innovation: international evidence," *RAF*, vol. 23, no. 2, hlm. 280–309, Apr 2024, doi: 10.1108/RAF-04-2023-0137.
- [34] P. Dimitropoulos, K. Koronios, A. Thrassou, dan D. Vrontis, "Cash holdings, corporate performance and viability of Greek SMEs: Implications for stakeholder relationship management," *EMJB*, vol. 15, no. 3, hlm. 333–348, Nov 2019, doi: 10.1108/EMJB-08-2019-0104.
- [35] D. Asante-Darko, B. Adu Bonsu, S. Famiyeh, A. Kwarteng, dan Y. Goka, "Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana Stock Exchange," *CG*, vol. 18, no. 4, hlm. 671–685, Agu 2018, doi: 10.1108/CG-07-2017-0148.
- [36] A. Moin, Y. Guney, dan I. El Kalak, "The effects of ownership structure, sub-optimal cash holdings and investment inefficiency on dividend policy: evidence from Indonesia," *Rev Quant Finan Acc*, vol. 55, no. 3, hlm. 857–900, Okt 2020, doi: 10.1007/s11156-019-00862-z.
- [37] E. Ezeani, R. I. A. Salem, M. Usman, F. Kwabi, dan Bilal, "Board characteristics and corporate cash holding: evidence from the UK, France and Germany," *IJAIM*, vol. 31, no. 3, hlm. 413–439, Jul 2023, doi: 10.1108/IJAIM-09-2022-0184.
- [38] A. Jalal dan S. Khaksari, "Cash cycle: A cross-country analysis," *Financial Management*, vol. 49, no. 3, hlm. 635–671, Sep 2020, doi: 10.1111/fima.12273.
- [39] C.-Б. Ёо dan Ч.-Б. Хуо, "CEO Age and Cash Holdings around the World: The Moderating Role of Legal Origin," *JCFR*, vol. 16, no. 4, hlm. 46–60, Des 2022, doi: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.46-60.
- [40] S. Boubaker, I. Derouiche, dan D. K. Nguyen, "Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms," *J Manag Gov*, vol. 19, no. 2, hlm. 341–370, Mei 2015, doi: 10.1007/s10997-013-9261-x.
- [41] D. Thi Thanh Nhan, N. Minh Vu, P. Ha, dan D. Pavelková, "The prestige of stock exchanges and corporate cash holding in transition economies: a study on Vietnamese listed firms," *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 14, no. 3, hlm. 199–209, Nov 2017, doi: 10.21511/imfi.14(3-1).2017.04.
- [42] X. Chen, J. Ye, J. Li, H. Yan, dan H. Meng, "Digital Technologies, Investor Sentiment, Limits to Arbitrage and Value of Firm Cash Holdings in China's A Stock Market is Good," *EE*, vol. 35, no. 2, hlm. 136–154, Apr 2024, doi: 10.5755/j01.ee.35.2.32992.

- [43] P. Mandiratta dan G. S. Bhalla, "Disinvestment in Indian central public sector enterprises: a performance improvement measure," *JEAS*, vol. 37, no. 4, hlm. 496–521, Okt 2021, doi: 10.1108/JEAS-02-2019-0023.
- [44] S. Khan, Y. Kamal, S. Hussain, dan M. Abbas, "Corporate governance looking back to look forward in Pakistan: a review, synthesis and future research agenda," *Futur Bus J*, vol. 8, no. 1, hlm. 24, Agu 2022, doi: 10.1186/s43093-022-00137-5.
- [45] M. Guizani, D. Talbi, dan G. Abdalkrim, "Economic policy uncertainty, geopolitical risk and cash holdings: evidence from Saudi Arabia," *AGJSR*, vol. 41, no. 2, hlm. 183–201, Mar 2023, doi: 10.1108/AGJSR-07-2022-0109.
- [46] A. Mohamad Ariff, N. Abd Majid, K. A. Kamarudin, A. F. Zainul Abidin, dan S. N. Muhmad, "Corporate ESG performance, Shariah-compliant status and cash holdings," *JIABR*, vol. 15, no. 3, hlm. 534–552, Mar 2024, doi: 10.1108/JIABR-08-2022-0217.
- [47] R. H. Kristanto Hc dan M. M. Hanafi, "Does Ownership Structure Pay Attention to The Corporate Cash Policy? Evidence in Indonesia Firms," *Etikonomi*, vol. 18, no. 2, hlm. 209–220, Sep 2019, doi: 10.15408/etk.v18i2.10294.
- [48] Dewi Maya Sari, D. A. Soufyan, dan A. Ridha, "Factors Affecting Cash Holding in Indonesia Manufacturing Companies," *Manajemen*, vol. 10, no. 2, hlm. 144–155, Nov 2021, doi: 10.33059/jmk.v10i2.3915.
- [49] A. M. Ahmed, M. N. Ali, dan I. Hågen, "Corporate Governance and Its Relationship with the Working Capital Management in Europe," *Shirkah*, vol. 8, no. 2, hlm. 202–217, Mei 2023, doi: 10.22515/shirkah.v8i2.609.
- [50] M. E. Iskandar-Datta dan Y. Jia, "Cross-country analysis of secular cash trends," *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, no. 3, hlm. 898–912, Mar 2012, doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.10.003.
- [51] H. Gul, S. Gul, dan S. Rasheed, "The Impact of Foreign Portfolio Investment and Corporate Governance on Corporate Cash Holdings: Evidence from the Leading Manufacturing Sectors in Pakistan," *EJBM*, vol. 5, no. 4, Jul 2020, doi: 10.24018/ejbmr.2020.5.4.225.
- [52] Y. Maheshwari dan K. T. V. Rao, "Determinants of Corporate Cash Holdings," *Global Business Review*, vol. 18, no. 2, hlm. 416–427, Apr 2017, doi: 10.1177/0972150916668610.
- [53] W. MengYun, Um-e-Habiba, M. Husnain, B. Sarwar, dan W. Ali, "Board Financial Expertise and Corporate Cash Holdings: Moderating Role of Multiple Large Shareholders in Emerging Family Firms," *Complexity*, vol. 2021, no. 1, hlm. 6397515, Jan 2021, doi: 10.1155/2021/6397515.
- [54] S. Khan, Z. Peng, S. Ahmad, S. Mahmood, dan I. Ahmad, "Effect of Firm Structure on Corporate Cash Holding (Evidence from Non-Financial Companies)," *JFRM*, vol. 08, no. 01, hlm. 1–14, 2019, doi: 10.4236/jfrm.2019.81001.
- [55] T. Chireka, "Corporate life cycle and cash holding decisions: A South African study," *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 17, no. 4, hlm. 102–110, Nov 2020, doi: 10.21511/imfi.17(4).2020.10.
- [56] A. U. Rehman dan M. Wang, "Corporate Cash Holdings and Adjustment Behaviour in Chinese Firms: An empirical Analysis Using Generalized Method of Moments," *AABFJ*, vol. 9, no. 4, hlm. 20–37, 2015, doi: 10.14453/aabfj.v9i4.3.
- [57] N. R. Nimra, A. R. Ahsan, S. H. R. Hamad, S. M. A. H. G. Gillani, dan F. R. Faiz, "DOES OPTIMAL CASH HOLDING MATTER IN MAINTAINING AND IMPROVING PROFITABILITY?," *NBR*, vol. 4, no. 1, Agu 2022, doi: 10.37435/NBR22051501.
- [58] A. Kusumawardani, R. Yudaruddin, dan Y. A. Yudaruddin, "Corporate Governance's Policy on the Impact of Cash Holding in Indonesia," *ujaf*, vol. 9, no. 4, hlm. 594–603, Agu 2021, doi: 10.13189/ujaf.2021.090407.
- [59] M. Atif, B. Liu, dan A. Huang, "Does board gender diversity affect corporate cash holdings?," *Business Fin & Account*, vol. 46, no. 7–8, hlm. 1003–1029, Jul 2019, doi: 10.1111/jbfa.12397.
- [60] M. Marie, B. Qi, A. A. Elamer, I. N. Khatatbeh, dan E. Al-Fakir Al Rabab'a, "How does board gender diversity drive the ESG performance-cash holdings relationship? Evidence from China," *Int. J Fin Econ*, vol. 30, no. 3, hlm. 2705–2723, Jul 2025, doi: 10.1002/ijfe.3037.
- [61] F. A. Setiawan dan H. Kurniawati, "The Effect of Board Gender Diversity and Firm Size on Cash Holding of Manufacturing Companies: Evidence from Indonesia," *ijaeb*, vol. 1, no. 1, hlm. 28–37, Mar 2023, doi: 10.24912/ijaeb.v1i1.28-37.
- [62] G. A. Bokpin, Z. Isshaq, dan F. Aboagye-Otchere, "Ownership structure, corporate governance and corporate liquidity policy: Evidence from the Ghana Stock Exchange," *Journal of Financial Economic Policy*, vol. 3, no. 3, hlm. 262–279, Agu 2011, doi: 10.1108/1757638111152236.

- [63] E. O. Onah, A. I. Ujunwa, A. Ujunwa, dan O. S. Ogundele, “Effect of financial technology on cash holding in Nigeria,” *AJEMS*, vol. 12, no. 2, hlm. 228–249, Mei 2021, doi: 10.1108/AJEMS-04-2020-0190.
- [64] ن. احمد عبده حسين الشايب, “The Moderating Impact of Political Connections on the Relationship Between Cash Holdings and Firm Viability in Emerging Economies: Empirical evidence from Egypt,” *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*, vol. 4, no. 1, hlm. 69–103, Jan 2023, doi: 10.21608/cfdj.2023.258037.
- [65] S. El Ghoul, O. Guedhami, S. Mansi, dan H. Wang, “Economic Policy Uncertainty, Institutional Environments, and Corporate Cash Holdings,” *SSRN Journal*, 2022, doi: 10.2139/ssrn.4244966.
- [66] N. T. H. Ân dan H. M. Phuong, “TẠI SAO DOANH NGHIỆP VIỆT NAM GIỮ TIỀN MẶT?,” *DLU JOS*, hlm. 3–31, Des 2020, doi: 10.37569/DalatUniversity.10.4.606(2020).
- [67] T. Dalwai, A. M. Habib, S. S. Mohammadi, dan K. Hussainey, “Does managerial ability and auditor report readability affect corporate liquidity and cost of debt?,” *ARA*, vol. 31, no. 3, hlm. 437–459, Jun 2023, doi: 10.1108/ARA-06-2022-0151.
- [68] F. S. A. A. Al-Hamshary, A. Mohamad Ariff, K. A. Kamarudin, dan N. Abd Majid, “Corporate risk-taking, financial constraints and cash holdings: evidence from Saudi Arabia,” *IMEFM*, vol. 18, no. 1, hlm. 166–183, Jan 2025, doi: 10.1108/IMEFM-11-2023-0455.
- [69] S. Huang, “Executive Compensation and Horizon Incentives: An Empirical Investigation of Corporate Cash Payout,” *SSRN Journal*, 2012, doi: 10.2139/ssrn.2020043.
- [70] L. Harahap dan J. Isgiyarta, “Corporate Social Responsibility (CSR), Institutional Ownership, and Firm Value,” dalam *Proceedings of the 3rd International Conference of Business, Accounting, and Economics, ICBAE 2022, 10-11 August 2022, Purwokerto, Central Java, Indonesia, Purwokerto, Indonesia: EAI*, 2022. doi: 10.4108/eai.10-8-2022.2320826.
- [71] İ. Çam dan B. S. Gümrükçü, “Do Factors Affecting Firms’ Cash Holdings Differ Across Sectors?: Evidence from Türkiye,” *eab*, vol. 25, no. 1, hlm. 189–200, Feb 2025, doi: 10.21121/eab.20250112.
- [72] F. Laghari, Y. Chengang, Y. Chenyun, Y. Liu, dan L. Xiang, “Corporate Liquidity Management in Emerging Economies under the Financial Constraints: Evidence from China,” *Discrete Dynamics in Nature and Society*, vol. 2022, no. 1, hlm. 6086191, Jan 2022, doi: 10.1155/2022/6086191.