

Pengaruh Likuiditas Saham Terhadap *Excess Leverage* pada Perusahaan Manufaktur yang Teraftar di Bursa Efek Indonesia

Asyifa Warzukni¹, Rosyeni Rasyid^{1*}

¹ Universitas Negeri Padang

ARTICLE INFO

Accepted 23 August 2023
Approved 14 Nov 2023
Published 15 Dec 2023

Keywords:

stock liquidity, excess leverage, excess book leverage, excess market leverage

<https://doi.org/10.24036/jkmk.xxxxxxxx>

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of stock liquidity on excess leverage proxied by Excess Book Leverage (Booklev) and Excess Market Leverage (Marketlev) in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. This study uses three control variables, namely Return on Asset (ROA), Size, and Tangibility. The population in this study is all manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2017-2021 totaling 232 companies. While the number of samples in this study amounted to 51 companies determined by the purposive sampling method and obtained a total of 255 data. The type of data used in this study is pre-existing data, obtained from the IDX Fact Book and the annual report of the sample companies. The analysis approach applied is to use multiple linear regression methods. From the results of the study, it can be concluded that there is a negative and significant relationship between stock liquidity with Excess Book Leverage (Booklev) and Excess Market Leverage (Marketlev) in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange.

How to cite: Warzukni, Asyifa & Rasyid, Rosyeni. (2023) Pengaruh Likuiditas Saham terhadap *Excess Leverage* pada Perusahaan Manufaktur yang Teraftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Financial Management Studies*, Vol (No), xx-xx. DOI: <https://doi.org/10.24036/jkmk.xxxxxxxx>



This is an open access article distributed under the Creative Commons 4.0 Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. ©2021 by author.

* Corresponding author: asyifawarzukni10@gmail.com

PENDAHULUAN

Teori keagenan atau *agency theory* adalah teori ekonomi yang pertama kali dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang memandang perusahaan sebagai seperangkat kontrak di antara individu-individu yang mementingkan diri sendiri. Konflik keagenan antara pemegang saham pengendali dan investor minoritas sangat umum terjadi dalam praktek perusahaan. Manajer memang memiliki kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Namun disisi lain manajer juga cenderung untuk memaksimalkan kesejahteraannya. Selain itu terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manejer tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Salah satu cara untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan penggunaan utang atau leverage. Leverage sendiri merupakan penggunaan utang dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan keuntungan. Pada dasarnya perusahaan yang menggunakan

leverage sebagai salah satu cara untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan adalah hal yang wajar selama leverage tersebut digunakan dalam batas normal. *Excess leverage* atau kelebihan leverage mengacu pada situasi di mana perusahaan telah meminjam terlalu banyak utang dan tidak dapat memenuhi kewajiban keuangannya. Hal ini dapat meningkatkan risiko gagal bayar dan membuat perusahaan lebih rentan mengalami kebangkrutan.

Salah satu faktor yang bisa mengurangi *excess leverage* adalah likuiditas saham. Menurut (Clayman et al., 2012; Thayogo & Juliana, 2019), keputusan tentang tingkat leverage perusahaan yang optimal tergantung pada likuiditas saham perusahaan dan tata kelola perusahaan. Likuiditas saham adalah seberapa mudah sebuah saham dapat dijual maupun dibeli. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas saham yang tinggi umumnya enggan menggunakan pendanaan melalui utang, karena hal ini mencerminkan ketersediaan dana internal yang substansial di dalam perusahaan (Fahmi & Kurnia, 2017). Penelitian lain yang dilakukan oleh Chen dan timnya (2020) juga mengungkapkan bahwa likuiditas saham memiliki kemampuan untuk mengurangi tingkat *excess leverage* keuangan dalam perusahaan. Dampak ini terjadi melalui dua cara, yaitu dengan mengurangi ketidakseimbangan informasi antara pihak-pihak yang terlibat dan memperkuat tekanan yang dirasakan oleh pemegang saham institusional untuk keluar dari perusahaan (ancaman pemegang saham institusional untuk keluar). Hasil dari studi Chen et al. (2020) menyajikan bahwa *excess leverage* dapat diukur melalui dua pendekatan, yaitu *excess book leverage* (Booklev) yang menghitung leverage berdasarkan nilai buku, dan *excess market leverage* (Marketlev) yang menghitung leverage berdasarkan nilai pasar. Dalam konteks perhitungan likuiditas saham ini dapat menggunakan rumus Amihud.

KAJIAN LITERATUR/ LITERATURE REVIEW

Likuiditas Saham

Likuiditas saham berarti kemampuan perusahaan untuk menjual sahamnya dengan cepat. Dapat dikatakan bahwa semakin cepat suatu saham dapat dijual dengan biaya lebih rendah, maka semakin likuid saham tersebut. Sekuritas yang diperdagangkan setiap hari dan secara frekuensi sering akan memiliki lebih banyak likuiditas daripada sekuritas yang jarang diperdagangkan, yang sebagai akibatnya, memiliki risiko yang lebih kecil. Semakin rendah likuiditas suatu saham, semakin tidak menarik saham itu bagi investor, kecuali jika membawa lebih banyak *returns* kepada pemilikinya (Dang et al., 2019).

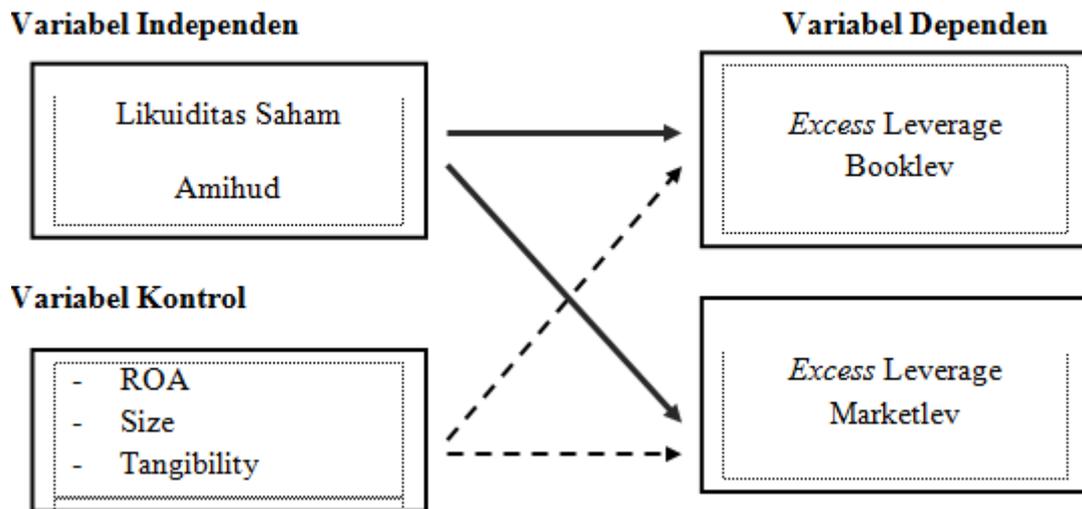
Excess Leverage

Menurut (Clayman et al., 2012) leverage adalah penggunaan biaya tetap dalam struktur biaya perusahaan. Leverage digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan aset atau dana biaya tetap untuk memperbesar pengembalian kepada pemiliknya. Sedangkan *excess leverage* sendiri adalah keadaan ketika sebuah perusahaan memiliki terlalu banyak utang jika dibandingkan dengan arus kas operasi dan ekuitasnya. Perusahaan yang *excess leverage* mengalami kesulitan dalam membayar bunga dan pembayaran pokoknya dan seringkali tidak mampu membayar biaya operasionalnya karena biaya yang berlebihan karena beban utangnya, yang sering menyebabkan spiral keuangan ke bawah. Perusahaan dengan leverage tinggi atau *excess leverage* memiliki peluang lebih besar untuk mengalami kerugian yang signifikan selama penurunan, sehingga mempercepat kondisi yang menyebabkan kesulitan keuangan dan kebangkrutan.

H1 : Likuiditas saham berpengaruh terhadap *excess book leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H2 : Likuiditas saham berpengaruh terhadap *excess market leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Kerangka Konseptual



METODE/ METHOD

Jenis Penelitian

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif, di mana penelitian ini difokuskan pada pengujian teori dengan mengukur variabel-variabel penelitian menggunakan data angka, dan kemudian menganalisis data tersebut dengan menggunakan teknik statistik (Indriantoro dan Supomo, 2018:69). Berdasarkan sifat permasalahan yang dihadapi dalam penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan sebab-akibat antara variabel independen dan variabel dependen, yang dikenal sebagai hubungan kausal (Indriantoro dan Supomo, 2018:27). Dalam penelitian ini, fokus utamanya adalah untuk menginvestigasi dampak variabel independen, yaitu likuiditas saham, terhadap variabel dependen, yaitu excess leverage, pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2021.

Objek Penelitian

Didalam penelitian ini yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2017, 2018, 2019, 2020, dan 2021.

Populasi

Indriantoro dan Supomo (2018) menjelaskan bahwa populasi merujuk pada sekelompok individu, peristiwa, atau entitas lainnya yang memiliki ciri-ciri khusus. Dalam konteks penelitian ini, populasi yang dimaksud adalah keseluruhan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017 hingga 2021, yang berjumlah 232 perusahaan.

Sampel

Sampel merupakan bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2011). Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*.

Adapun kriteria dalam penelitian ini yaitu :

- Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2021.
- Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan pada tahun 2017-2021. Perusahaan perbankan yang menyajikan pendapatan bunga lengkap pada laporan keuangan.
- Perusahaan manufaktur yang mempunyai data lengkap dalam laporan keuangan sesuai dengan kebutuhan penelitian.
- Perusahaan manufaktur yang pernah mengalami *excess leverage* sepanjang tahun 2017-2021.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan di atas, maka diperoleh sampel sebanyak 51 perusahaan dengan jumlah data penelitian secara keseluruhan sebanyak 255 data.

Definisi Operasional dan Pengukuran Sampel

Berikut adalah tabel definisi operasional dan pengukuran variabel dalam penelitian ini:

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Sampel

No	Variabel	Definisi	Proksi
1.	<i>Excess Leverage</i>	Penggunaan utang guna memaksimalkan keuntungan perusahaan yang melebihi batas normal.	<ul style="list-style-type: none"> • Booklev = Leverage Perusahaan – Industri Median Leverage • Marketlev = $\frac{STD_{i,t} + LTD_{i,t}}{STD_{i,t} + LTD_{i,t} \pm MVE_{i,t}}$
2.	Likuiditas Saham	Kemudahan di mana saham dari perusahaan tertentu dapat dibeli atau dijual.	$Amihud = \frac{1}{D_{it}} \sum_{t=1}^{D_{it}} \frac{ rit }{DV_{olit}}$
3.	<i>Return on Asset (ROA)</i>	Rasio keuangan yang mengukur profitabilitas perusahaan dengan membandingkan laba bersihnya dengan total asetnya.	$ROA = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Aset} \times 100\%$
4.	<i>Size</i>	Ukuran yang digunakan untuk mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kategori yang berbeda, seperti usaha kecil, menengah, dan besar.	$Size = LN \times Total\ Aset$
5.	Tangibilitas	Ukuran dari pemanfaatan aset jangka panjang yang digunakan dalam operasional perusahaan.	$Tangibilitas = \frac{Aktiva\ Tetap}{Total\ Aktiva} \times 100\%$

Uji Analisis Regresi Berganda

Menurut Purwanto (2017:258), analisis regresi berganda digunakan untuk mengukur sejauh mana dampak dari beberapa variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, analisis tersebut dilakukan untuk mengidentifikasi apakah likuiditas saham memiliki pengaruh terhadap excess leverage. Dalam konteks ini, variabel kontrol yang digunakan adalah ROA, size, dan tangibilitas. Tujuan dari analisis ini adalah untuk menilai apakah variabel-variabel tersebut memiliki dampak yang signifikan terhadap hubungan antara likuiditas saham dan excess leverage. Untuk menguji pengaruh antara variabel penelitian, maka digunakan model regresi sebagai berikut :

$$BookLev_{i,t} = \alpha + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + e_{it}$$

$$MarketLev_{i,t} = \alpha + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + e_{it}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN/ RESULT AND DISCUSSION

Statistik Deskriptif

Pengolahan data dilakukan menggunakan Program IBM SPSS Versi 25. Setelah melalui proses pengumpulan dan pengolahan data, berikut tabel yang menunjukkan gambaran statistik yang dapat

memudahkan untuk melihat gambaran umum dari masing-masing variabel penelitian seperti terlihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LIKUIDITAS SAHAM	255	-1606,145251	9135,060130	35,06317476	639,391824476
EXCESS BOOK LEVERAGE	255	-0,324047	12,807459	0,87282069	1,142339391
EXCESS MARKET LEVERAGE	255	0,004243	0,842110	0,22009367	0,153892258
ROA	255	-0,212593	0,709149	0,04480986	0,107055760
SIZE	255	17,751513	33,537230	27,11450156	4,019126777
TANGIBILITY	255	0,021391	0,828658	0,42293256	0,180363895

Dalam deskripsi variabel penelitian ini akan dijelaskan mengenai nilai rata-rata (mean), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Untuk lebih jelasnya, berikut penjelasan dari masing-masing variabel.

Dalam penelitian ini *excess leverage* terdiri atas 2 proksi yaitu *Excess Book Leverage* dan *Excess Market Leverage*. Berdasarkan Tabel 2 Dalam penelitian ini, *excess book leverage* diukur dengan mengurangi jumlah leverage perusahaan dengan median dari leverage perusahaan-perusahaan manufaktur yang diuji.

Dari tabel 4 dapat dilihat bahwa rata-rata *excess book leverage* sebesar 0,87282069 yang artinya secara rata-rata perusahaan manufaktur dari tahun 2017-2021 memiliki rasio kelebihan leverage sebesar 87,282069%. Nilai maksimum *excess book leverage* adalah 12,80759 pada perusahaan PSDN pada tahun 2021. Sedangkan nilai minimum *excess book leverage* adalah -0,324047 pada perusahaan ICPB tahun 2019. Nilai standar deviasi (simpangan baku) pada perusahaan manufaktur rentang waktu tahun 2017-2021 adalah sebesar 1,142339391 yang artinya penyebaran data atau ukuran dispersi dari nilai rata-ratanya adalah 114,2339391%.

Sedangkan rata-rata *excess market leverage* sebesar 0,22009367 yang artinya secara rata-rata perusahaan manufaktur dari tahun 2017-2021 memiliki rasio kelebihan leverage sebesar 22,009367%. Nilai maksimum *excess market leverage* adalah 0,842110 sedangkan nilai minimum *excess market leverage* adalah 0,004243. Nilai standar deviasi (simpangan baku) pada perusahaan manufaktur rentang waktu tahun 2017-2021 adalah sebesar 0,153892258 yang artinya penyebaran data atau ukuran dispersi dari nilai rata-ratanya adalah 153,892258%.

Likuiditas saham pada penelitian ini diukur menggunakan rumus Amihud. Metode ini memperhitungkan rata-rata perubahan harga saham relatif terhadap volume perdagangan harian. Dari tabel 6 dapat dilihat bahwa rata-rata likuiditas saham sebesar 35,06317476 yang artinya secara rata-rata perusahaan manufaktur dari tahun 2017-2021 memiliki rasio likuiditas saham sebesar 3.506,317476%. Nilai maksimum likuiditas saham adalah 9135,060130 pada perusahaan JECC pada tahun 2018. Sedangkan nilai minimum likuiditas saham adalah -1606,145251 pada perusahaan JECC tahun 2020. Variabel likuiditas saham menjadi variabel yang memiliki nilai mean besar dibandingkan dengan variabel lainnya yakni sebesar 35.06317476 dimana standar deviasi variabel tersebut lebih kecil dari mean yakni 639.391824476 sehingga dapat dikatakan bahwa sebaran data luas sehingga variabel tersebut baik.

Uji Asumsi Klasik

Ghozali (2018:159) menjelaskan bahwa untuk mengevaluasi tingkat ketepatan model, penting untuk melakukan pengujian terhadap beberapa asumsi klasik. Ini termasuk uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Uji normalitas dilakukan untuk menilai

apakah distribusi data dalam model regresi mengikuti distribusi normal atau tidak. Data yang dianggap baik adalah data yang memiliki distribusi yang mendekati normal. Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan Kolmogrov-Smirnov. Data dikatakan berdistribusi normal apabila tingkat signifikansinya $>0,05$. Berdasarkan hasil uji normalitas menunjukkan nilai Kolmogrov-Smirnov pada penelitian ini sebesar 0,056 dengan nilai Exact Sig. (2-tailed) lebih dari 0,050 yakni 0,395 dan 0,070. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini sudah berdistribusi normal karena nilai signifikansi pada penelitian besar dari 0,05 ($0,395 > 0,05$) dan ($0,070 > 0,05$).

Uji multikolinearitas dilaksanakan untuk mengevaluasi apakah dalam model regresi terdapat korelasi yang signifikan antara variabel bebas. Untuk mengidentifikasi adanya multikolinearitas, digunakan metode nilai Tolerance (TOL) dan Variance Inflation Factor (VIF). Apabila nilai TOL melebihi 0,1 ($TOL > 0,1$) dan nilai VIF berada di bawah 10 ($VIF < 10$), maka dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terdapat indikasi multikolinearitas dalam model tersebut (Ghozali, 2011). Dalam penelitian ini memiliki *tolerance* (T) lebih dari 0,1 dan *variance inflation factor* (VIF) kurang dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa semua variabel pada penelitian ini tidak mengalami gejala multikolinearitas.

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah terdapat ketidakseragaman varians dari residual antara pengamatan yang berbeda dalam model regresi. Dalam sebuah model regresi yang baik, diharapkan tidak terdapat heteroskedastisitas melainkan homoskedastisitas. Salah satu cara untuk mengidentifikasi keberadaan heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan uji *Spearman Rho*. Uji *Spearman Rho* digunakan untuk mengukur korelasi antara variabel independen dan nilai residual yang belum diubah.

Pengujian dilakukan pada tingkat signifikansi 0,05 dengan menggunakan uji dua sisi. Jika nilai signifikansi hasil korelasi antara variabel independen dan residual lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada indikasi heteroskedastisitas dalam model regresi tersebut. Berdasarkan hasil olah data menggunakan SPSS nilai signifikansi pada variabel likuiditas saham sebesar 0,668 pada model 1 dan 0,418 pada model 2, ROA sebesar 0,989 pada model 1 dan 0,061 pada model 2, *Size* sebesar 0,853 pada model 1 dan sebesar 0,133 pada model 2, serta *tangibility* sebesar 0,107 pada model 1 dan sebesar 0,942 pada model 2. Hal ini menandakan signifikansi masing-masing variabel lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada penelitian ini.

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengevaluasi apakah dalam suatu model regresi terdapat korelasi antara residual atau kesalahan pada periode sekarang dengan residual atau kesalahan pada periode sebelumnya, terutama dalam rangkaian data berurutan seperti data deret waktu (time series). Dengan demikian, uji ini ditujukan untuk mengidentifikasi apakah terdapat keterkaitan antara nilai-data dengan nilai-data lain dalam satu variabel. Pada penelitian ini, uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan *durbin-watson* (DW). Apabila $du < d < 4-du$ maka mengalami autokorelasi. Pada penelitian ini didapatkan pada model 1 $du < d < 4-du = 1.8259 < 2.053 < 2.1741$. Sedangkan untuk model 2 $du < d < 4-du = 1.8259 < 1.830 < 2.1741$. Maka dapat dikatakan tidak terjadi autokorelasi dalam variabel di penelitian ini.

Uji Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi linear berganda bertujuan untuk menguji variabel independen yaitu likuiditas saham dan menemukan pengaruhnya terhadap variabel dependen yaitu *excess leverage*

Tabel 3. Uji Regresi Linier Berganda

Variabel	Model 1 Excess Book Leverage				Model 1 Excess Market Leverage						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig	Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig
	B	Std. Error	Beta				B	Std. Error	Beta		
Constant	1,530	0,068		22,412	0,000	Constant	0,529	0,056		9,524	0,000
Likuiditas Saham	-0,023	0,000	-0,237	-6,392	0,000	Likuiditas Saham	-0,036	0,006	-0,324	-6,009	0,000
ROA	-0,020	0,033	-0,023	-0,611	0,542	ROA	-0,169	0,026	-0,565	-6,583	0,000
Size	-0,047	0,012	-0,143	-3,803	0,000	Size	-0,001	0,000	-0,261	-4,636	0,000

Tangibility	-0,687	0,033	-0,762	-20,606	0,000	Tangibility	-0,193	0,030	-0,582	-6,513	0,000
-------------	--------	-------	--------	---------	-------	-------------	--------	-------	--------	--------	-------

Berdasarkan tabel diatas, rumus persamaan regresi linier berganda pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Lev_{i,t} = 1,530 - 0,020 ROA_{it} - 0,047 Size - 0,687 TANG_{it} - 0,023 X1 + e$$

$$Lev_{i,t} = 0,529 - 0,036 ROA_{it} - 0,169 Size - 0,001 TANG_{it} - 0,193 X1 + e$$

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Berdasarkan tabel 3 nilai adjusted R² untuk penelitian sebesar 0,653. Hal ini berarti bahwa *excess book leverage* yang diukur pada perusahaan manufaktur tahun 2017-2021 dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu likuiditas saham yang dikontrol oleh ROA, *Size*, dan *Tangibility* adalah sebesar 65,3%. Sedangkan 34,7% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini. Sedangkan untuk *excess market leverage* yang diukur pada perusahaan manufaktur tahun 2017-2021 dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu likuiditas saham yang dikontrol oleh ROA, *Size*, dan *Tangibility* adalah sebesar 30,8%. Sedangkan 69,2% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini.

Uji F Statistik

Uji F digunakan untuk menguji dampak keseluruhan dari variabel independen terhadap variabel dependen. Jika nilai F yang dihitung (F_{hitung}) lebih besar dari nilai F tabel (F_{tabel}), atau jika nilai signifikansinya kurang dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama, variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Di sisi lain, jika nilai F_{hitung} lebih kecil dari F_{tabel} , atau jika nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05, hal ini menunjukkan bahwa variabel independen secara kolektif tidak memiliki kemampuan yang cukup untuk menjelaskan variasi dalam variabel dependen. Pada penelitian ini nilai signifikansi untuk pengaruh seluruh variabel independen dan kontrol secara simultan terhadap variabel dependen adalah kurang dari 0,050 sehingga ada pengaruh semua variabel independen dalam penelitian ini secara simultan terhadap variabel dependen. Selain itu nilai $f_{hitung} > f_{tabel}$ dari 255 data yakni 2.40.

Uji Hipotesis (Uji T)

Uji ini dilaksanakan untuk menganalisis dampak individu dari variabel independen (Y) terhadap variabel dependen (X) dalam kerangka model regresi, dengan mempertimbangkan variabel lainnya sebagai tetap atau konstan. Uji t dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi yang dihasilkan dengan tiga tingkat signifikansi, yaitu $\alpha = 0,01$; $\alpha = 0,05$, dan $\alpha = 0,10$. Ini bertujuan untuk mengevaluasi apakah pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen dapat dianggap signifikan atau tidak signifikan pada berbagai tingkat kepercayaan yang telah ditetapkan.

Hipotesis H1 dalam penelitian ini adalah likuiditas saham berpengaruh signifikan terhadap *excess book leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan tabel 11 diketahui nilai signifikansi untuk pengaruh Likuiditas Saham, *Size*, dan *Tangibility* secara parsial terhadap *Excess Book Leverage* adalah kurang dari 0,050 sehingga masing-masing dari variabel memiliki pengaruh terhadap *Excess Book Leverage*. Selain itu nilai t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} 255 data yakni 1.9686. Sedangkan pada variabel kontrol ROA tidak mempunyai pengaruh secara parsial terhadap *Excess Book Leverage* karena nilai signifikansi lebih dari 0,050 dan nilai t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} . Maka dapat disimpulkan bahwa Likuiditas Saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Excess Book Leverage*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa **hipotesis H1 diterima**.

Sementara itu, untuk hipotesis H2 dalam penelitian ini adalah likuiditas saham berpengaruh signifikan terhadap *excess market leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan tabel 11 diketahui nilai signifikansi untuk pengaruh Likuiditas Saham, ROA, *Size*, dan *Tangibility* secara parsial terhadap *Excess Market Leverage* adalah kurang dari 0,050 sehingga masing-masing variabel memiliki pengaruh terhadap *Excess Market Leverage*. Selain itu nilai t_{hitung} lebih

besar dari t^{tabel} 255 data yakni 1.9686. Maka dapat disimpulkan bahwa Likuiditas Saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Excess Market Leverage*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa **hipotesis H2 diterima**.

Pengaruh Likuiditas Saham Terhadap *Excess Book Leverage* pada Perusahaan Manufaktur

Berdasarkan hasil olah data statistik menggunakan SPSS versi 25 menunjukkan bahwa koefisien likuiditas saham bernilai negatif -0,023 dan nilai t^{hitung} -6,392 dengan signifikansi $0,000 < 0,10$. Hal ini berarti bahwa likuiditas saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *excess book leverage* sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis H1 diterima.

Pengaruh negatif dan signifikan likuiditas saham terhadap *excess book leverage* menunjukkan bahwa dengan semakin tinggi likuiditas saham perusahaan maka akan semakin rendah pemakaian hutang yang menyebabkan kecilnya kelebihan hutang perusahaan atau *excess book leverage* perusahaan tersebut.

Temuan ini mengonfirmasi kesimpulan dari penelitian yang dijalankan oleh (Chen *et al.*, 2020) yang menyatakan bahwa likuiditas saham memiliki dampak signifikan dan negatif terhadap *excess book leverage*. Temuan ini juga konsisten dengan hasil riset yang dilakukan oleh Thayogo dan Juliana (2019), serta Lipson dan Mortal (2009), yang juga menghasilkan hasil serupa.

Hasil dari penelitian ini juga sesuai dengan konsep teori keagenan yang diajukan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori keagenan merupakan suatu kerangka kerja yang digunakan untuk mengkaji dinamika hubungan antara prinsipal (seperti pemegang saham atau pemilik) dan agen (seperti manajer) dalam sebuah organisasi. Masalah prinsipal-agen muncul karena mungkin ada kepentingan yang berbeda antara kedua belah pihak. Prinsipal berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham, sementara agen mungkin memiliki tujuan mereka sendiri, seperti memaksimalkan keamanan pekerjaan atau keuntungan pribadi mereka.

Selain itu, teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers (1984) juga sejalan dengan penelitian ini yang mana didasarkan pada asumsi asimetri informasi, yang menunjukkan bahwa manajer memiliki lebih banyak informasi tentang prospek dan risiko perusahaan daripada investor eksternal. Akibatnya, manajer lebih memilih untuk menggunakan dana internal terlebih dahulu karena mereka memiliki pengetahuan yang lebih baik tentang kesehatan keuangan perusahaan.

Selain itu, hasil ini juga sejalan dengan teori *signalling* atau teori sinyal (Spence, 1973) yang menjelaskan bagaimana perusahaan dapat memberikan sinyal atau tanda kepada pasar mengenai kondisi atau kinerja perusahaan. Dalam konteks *excess leverage*, perusahaan dapat memberikan sinyal kepada pasar mengenai risiko *excess leverage* yang dihadapi oleh perusahaan. Likuiditas saham yang tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada pasar mengenai kondisi keuangan perusahaan. Hal ini dapat meningkatkan kepercayaan pasar terhadap perusahaan dan mengurangi risiko *excess leverage*.

Ketika dana internal tidak mencukupi, manajer dapat memilih pembiayaan utang daripada pembiayaan ekuitas karena menerbitkan ekuitas baru dapat mengirim sinyal negatif ke pasar tentang kondisi keuangan perusahaan. Hal inilah yang menyebabkan likuiditas saham juga dapat meningkatkan kepercayaan pasar terhadap suatu perusahaan. Jika saham sangat likuid, umumnya dianggap lebih menarik bagi investor, yang menyebabkan peningkatan permintaan. Peningkatan permintaan ini dapat berdampak positif terhadap valuasi saham, berpotensi mengurangi dampak kelebihan leverage pada posisi keuangan perusahaan.

Pengaruh Likuiditas Saham Terhadap *Excess Market Leverage* pada Perusahaan Manufaktur

Berdasarkan hasil olah data statistik menggunakan SPSS versi 25, koefisien likuiditas saham bernilai -0,193 dan nilai t^{hitung} -6,513 dengan signifikansi $0,000 < 0,10$. Hal ini berarti bahwa likuiditas saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *excess market leverage* sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis H2 diterima. Hal ini dikarenakan hipotesis menunjukkan hasil yang signifikan.

Pengaruh negatif dan signifikan likuiditas saham terhadap *excess market leverage* menunjukkan bahwa dengan semakin tinggi likuiditas saham perusahaan maka akan semakin rendah pemakaian hutang yang menyebabkan kecilnya kelebihan hutang perusahaan atau *excess market leverage* perusahaan tersebut.

Temuan ini mengonfirmasi kesimpulan dari penelitian yang dijalankan oleh (Chen *et al.*, 2020) yang menyatakan bahwa likuiditas saham memiliki dampak signifikan dan negatif terhadap *excess book leverage*. Temuan ini juga konsisten dengan hasil riset yang dilakukan oleh Thayogo dan Juliana (2019), serta Lipson dan Mortal (2009), yang juga menghasilkan hasil serupa.

Hasil dari penelitian ini juga sesuai dengan konsep teori keagenan yang diajukan oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori keagenan merupakan suatu kerangka kerja yang digunakan untuk mengkaji dinamika hubungan antara prinsipal (seperti pemegang saham atau pemilik) dan agen (seperti manajer) dalam sebuah organisasi. Masalah prinsipal-agen muncul karena mungkin ada kepentingan yang berbeda antara kedua belah pihak. Prinsipal berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham, sementara agen mungkin memiliki tujuan mereka sendiri, seperti memaksimalkan keamanan pekerjaan atau keuntungan pribadi mereka.

Selain itu, teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers (1984) juga sejalan dengan penelitian ini yang mana didasarkan pada asumsi asimetri informasi, yang menunjukkan bahwa manajer memiliki lebih banyak informasi tentang prospek dan risiko perusahaan daripada investor eksternal. Akibatnya, manajer lebih memilih untuk menggunakan dana internal terlebih dahulu karena mereka memiliki pengetahuan yang lebih baik tentang kesehatan keuangan perusahaan.

Selain itu, hasil ini juga sejalan dengan teori *signalling* atau teori sinyal (Spence, 1973) yang menjelaskan bagaimana perusahaan dapat memberikan sinyal atau tanda kepada pasar mengenai kondisi atau kinerja perusahaan. Dalam konteks *excess leverage*, perusahaan dapat memberikan sinyal kepada pasar mengenai risiko *excess leverage* yang dihadapi oleh perusahaan. Likuiditas saham yang tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada pasar mengenai kondisi keuangan perusahaan. Hal ini dapat meningkatkan kepercayaan pasar terhadap perusahaan dan mengurangi risiko *excess leverage*.

Ketika dana internal tidak mencukupi, manajer dapat memilih pembiayaan utang daripada pembiayaan ekuitas karena menerbitkan ekuitas baru dapat mengirim sinyal negatif ke pasar tentang kondisi keuangan perusahaan. Hal inilah yang menyebabkan likuiditas saham juga dapat meningkatkan kepercayaan pasar terhadap suatu perusahaan. Jika saham sangat likuid, umumnya dianggap lebih menarik bagi investor, yang menyebabkan peningkatan permintaan. Peningkatan permintaan ini dapat berdampak positif terhadap valuasi saham, berpotensi mengurangi dampak kelebihan leverage pada posisi keuangan perusahaan.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah likuiditas saham dapat mempengaruhi *excess leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2021. Hasil penelitian pada penelitian ini dengan variabel dependen *excess book leverage* menunjukkan bahwa likuiditas saham yang dihitung dengan rumus Amihud sebagai variabel independen dengan ROA, *size* dan tangibilitas sebagai variabel kontrol berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 65,3% sedangkan 34,7% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian ini. Selain itu, variabel dependen *excess market leverage* menunjukkan bahwa likuiditas saham yang dihitung dengan rumus Amihud sebagai variabel independen dengan ROA, *size* dan tangibilitas sebagai variabel kontrol berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 30,8% sedangkan 69,2% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian ini.

Berdasarkan pendahuluan, kajian teori, analisis data dan pembahasan pada bab terdahulu, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa hasil pengujian hipotesis H1 menunjukkan bahwa likuiditas saham mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *excess book leverage* dengan koefisien likuiditas saham sebesar -0,023 dan signifikansi $0,000 < 0,10$ sehingga hipotesis H1 diterima. Sedangkan untuk hasil pengujian hipotesis H2 menunjukkan bahwa likuiditas saham mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *excess market leverage* dengan koefisien likuiditas saham sebesar -0,193 dan signifikansi $0,000 < 0,10$ sehingga hipotesis H1 diterima.

REFERENSI

- Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2016). What determines stock liquidity in Australia? *Applied Economics*, 48(35), 3329–3344. <https://doi.org/10.1080/00036846.2015.1137552>
- Ali, S., Liu, B., & Su, J.-J. (2015). *Corporate governance and stock liquidity: Panel evidence from 2001 to 2013 Affordable Housing Investments View project Health and Nutrition View project*. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.27095.88485>
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2013-0004>
- Aqilah, S. N., & Wahab, A. (2014). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(4), 930–945. www.econjournals.com
- Bei, Z., & Wijewardana, W. P. (2012). Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 40, 709–715. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.253>
- Caskey, J., Hughes, J., & Liu, J. (2012). Leverage, excess leverage, and future returns. *Review of Accounting Studies*, 17(2), 443–471. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9176-1>
- Chen, Z., Gao, K., & Huang, W. (2020). Stock liquidity and excess leverage. *Finance Research Letters*, 32. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.034>
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *Review of Financial Studies*, 26(6), 1443–1482. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht012>
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2010). Pyramiding vs leverage in corporate groups: International evidence. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 88–104. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.33>
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150–169. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007>
- Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. (2014). Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? *Journal of Finance*, 69(5), 2085–2125. <https://doi.org/10.1111/jofi.12187>
- Ferris, S. P., Hanousek, J., Shamshur, A., & Tressl, J. (2018). Asymmetries in the Firm's use of debt to changing market values. *Journal of Corporate Finance*, 48, 542–555. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.006>
- Ghazouani, T. (2013). The Capital Structure through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian

Firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 625–636.

www.econjournals.com

Juliana, R., & Thayogo, T. (2019). Stock Liquidity, Corporate Governance, and Leverage in Indonesia. *Riset*, 1(1). <https://doi.org/10.35212/277622>

Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 12(4), 611–644. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2009.04.002>

Salehi, A. K., Mehdipour, A., & Baharipour, A. (2021). Effect Stock Liquidity and Excess Leverage: Emphasis on Information Asymmetry A.k.salehi@iaumis.ac.ir. In *Journal of Capital Market Analysis* (Vol. 1, Issue 2).