

Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Likuiditas Pasar Saham

Khairina Natsir^{1*}, Nurainun Bangun², Alfredo Marthen Waani³

^{1,2,3}Economic and Business Faculty, Tarumanagara University, Jakarta Barat 11470, Indonesia

Email Address:

khairinan@fe.untar.ac.id*, nurainunb@fe.untar.ac.id, alfredowaani@gmail.com

*Corresponding author

Submitted 23-03-2023

Reviewed 11-05-2023

Revised 16-05-2023

Accepted 17-05-2023

Published 10-07-2023

Abstract: The objective of this study is to obtain valid evidence regarding the individual effects of the variables firm value, earnings management, and stock risk on stock market liquidity. Stock liquidity, earning management, firm value, and stock risk are measured respectively by total volume activity, discretionary accrual model modified Jones, PBV, and Beta. Research in the form of causality. Samples were selected using a purposive technique. The data is extracted from the company's annual financial reports accessed from official sources. The samples were 16 companies from the infrastructure sub-sector manufacturing group listed on the IDX during the 2017 to 2021 period, so that 80 observation data were obtained. Multiple regression is used for data analysis, where the tests include multicollinearity tests, partial-t tests and coefficient of determination tests. The findings of this study show that earning management, firm value, and stock risk affect stock market liquidity.

Keywords: Stock Liquidity; Earning Management; Firm Value; Stock Risk.

Abstrak: Studi ini bertujuan untuk memperoleh pembuktian yang valid tentang efek secara individu dari variabel nilai perusahaan, *earning management*, dan risiko saham terhadap likuiditas pasar saham. Likuiditas saham diukur dengan total *volume activity*, *earning management* diukur dengan *discretionary accrual model modified jones*. Nilai perusahaan diproksi dengan PBV, dan risiko saham dikuantifikasikan dengan Beta. Penelitian berbentuk kausalitas dengan mengimplementasikan data kuantitatif. Sampel diseleksi dengan mengimplementasikan teknik *purposive*. Data diekstrak dari report tahunan keuangan perusahaan yang diakses dari sumber-sumber resmi. Sampel penelitian sebanyak 16 perusahaan dari kelompok manufaktur subsektor infrastruktur yang tercatat di BEI pada rentang waktu 2017 sampai 2021 sehingga diperoleh 80 data observasi. Untuk menganalisis data diimplementasikan regresi berganda dengan data berbentuk panel dan kemudian olah data dilakukan dengan bantuan perangkat lunak *Eviews 12*. Analisis data meliputi uji multikolinieritas, uji parsial-t dan uji koefisien determinasi. Temuan penelitian ini memperlihatkan bahwa *earning management*, nilai perusahaan, dan risiko saham mempengaruhi kepada likuiditas pasar saham

Kata Kunci: Likuiditas Saham; *Earning Management*; Nilai Perusahaan; Risiko Saham.

PENDAHULUAN

Semenjak peristiwa krisis keuangan menyebar secara global, likuiditas saham tiba-tiba mendapat atensi yang luas dunia penelitian, dan kemudian semakin mengemuka sebagai bahasan riset dan pencarian literatur (Khan dan Ali, 2016). Likuiditas perusahaan secara umum adalah suatu rasio finansial yang diimplementasikan untuk mengkuantifikasikan kesanggupan perusahaan dalam menyelesaikan tanggungjawab jangka pendeknya. Namun, dalam konteks pasar saham likuiditas menunjukkan besarnya kapasitas *demand* dan *supply* saham tersebut. Dalam mengambil satu keputusan investasi seorang investor akan melakukan satu analisis terlebih dahulu, dimana investor akan melakukan analisis penilaian kinerja yang dicapai oleh perusahaan tersebut selama ini. Penilaian kinerja suatu perusahaan dilakukan salah satunya dengan mengevaluasi likuiditas saham dari perusahaan yang dituju. Menurut (Sidhu, 2016) Likuiditas saham



didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk mencapai volume perdagangan saham yang besar dengan minimal *price impact* (harga transaksi), *cost* dan *delay*.

Pada dasarnya, tujuan suatu bisnis atau perusahaan ialah untuk memperoleh keuntungan atau laba semaksimal mungkin. Namun di era saat ini semua perusahaan tidak lagi hanya memiliki tujuan untuk memperoleh keuntungan yang besar, tetapi juga memiliki tujuan untuk memaksimalkan keuntungan para pemegang sahamnya. (Adiputra dan Hermawan, 2020) menyatakan bahwa para pakar keuangan sudah sepakat bahwa tujuan perusahaan tidak hanya untuk memaksimalkan laba, tetapi memaksimalkan keuntungan pemegang saham dan menstimulasi peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu, pihak investor dan pemegang saham akan menilai dan menganalisis mengenai bagaimana kinerja dan prospek suatu perusahaan, sementara pihak manajemen perusahaan akan melakukan tata kelola yang baik untuk meyakinkan dan membuktikan kepada investor bahwa perusahaan tersebut dapat menjamin semua kewajibannya.

(Purwanto dan Purwanto, 2020) menjelaskan bahwa likuiditas saham menggambarkan salah satu faktor yang dapat mendorong kesuksesan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang memiliki likuiditas saham baik memberikan gambaran seberapa baik perusahaan dalam mengelola kinerjanya dan seberapa baik prospek perusahaan dari sudut pandang investor. Oleh karena itu, faktor domestik perusahaan ataupun eksternal yang lain menentukan kepada likuiditas saham harus ditingkatkan untuk menjaga agar kinerja dan nilai perusahaan tetap stabil dan tetap unggul dalam kompetisi di dalam industri.

Dalam menentukan pilihan investasi, investor selayaknya memiliki banyak informasi yang valid untuk dijadikan referensi dalam mengevaluasi dan melihat alternatif investasi yang tepat. Ada dua jenis investasi yang dipilih oleh pemegang saham yaitu adalah investasi jangka panjang dengan berorientasi pada deviden, dan investasi jangka pendek dengan berorientasi pada *capital gain*. Dalam investasi jangka pendek likuiditas saham dapat digunakan sebagai acuan untuk memprediksikan potensi keuntungan yang dapat diperoleh (Mulfit et al., 2019)

Ada seperangkat faktor yang dapat menimbulkan efek terhadap Likuiditas Saham suatu perusahaan. Penelitian (Danil dan Yusra, 2019) menunjukkan bahwa ada 2 unsur yang dapat memberikan pengaruh kepada likuiditas pasar saham yaitu, ukuran perusahaan dan nilai buku. Perusahaan dengan nilai buku baik lebih diperhatikan investor dalam berinvestasi.

(Mohsan et al., 2020) juga menunjukkan bahwa terdapat berbagai unsur yang mempengaruhi likuiditas pasar saham antara lain adalah transparansi perusahaan, *earning management*, *leverage*, *market value*, *book value*. (Marozva, 2019) juga menambahkan bahwa *return* saham juga dapat mempengaruhi likuiditas pasar saham. Saham dengan ekspektasi return tinggi dapat menimbulkan minat investasi para investor yang pada gilirannya akan berdampak pada peningkatan likuiditas saham.

Berdasarkan hasil studi yang pernah dilakukan beberapa waktu yang lalu oleh para peneliti, terlihat beberapa faktor yang berpotensi berpengaruh kepada likuiditas saham, diantaranya adalah *firm value*, *corporate governance*, *book value*, risiko saham, *financial crisis*, *leverage*, *earning management*, *market value*, dan *return* saham. Namun dari beberapa faktor yang telah disebutkan, hanya *firm value*, *earning management*, dan risiko saham yang menjadi fokus pada penelitian ini.

Book value menggambarkan nilai saham berdasarkan catatan emiten, sementara nilai pasar menunjukkan harga di mana suatu aset akan diperdagangkan dalam pengaturan lelang yang kompetitif. Nilai pasar sering digunakan secara bergantian dengan nilai pasar



terbuka, nilai wajar atau nilai pasar wajar, meskipun istilah ini memiliki definisi yang berbeda dalam standar yang berbeda, dan berbeda dalam beberapa keadaan. *Price Book Value* (PBV) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk membandingkan nilai pasar perusahaan saat ini dengan nilai bukunya. Nilai PBV yang semakin tinggi mengindikasikan keberhasilan manajemen dalam menciptakan nilai yang akan bermanfaat bagi keuntungan para pemegang saham dan juga berpengaruh pada nilai perusahaan (Wiratno dan Yustrianthe, 2022).

Keberadaan PBV sebagai alat ukur nilai perusahaan sangat luas penggunaannya karena dengan mengetahui PBV dapat diimplementasikan untuk memilih strategi berinvestasi di *stock market*, dimana suatu perusahaan yang dijalankan dengan baik dapat diidentifikasi dari nilai PBV yang berada di atas satu. Fakta ini memperlihatkan bahwa nilai saham perusahaan melebihi nilai bukunya. Tingginya harga saham akan memberikan dampak kepada naiknya nilai perusahaan. Investor akan yakin bahwa bahwa korporasi tersebut mempunyai potensi untuk menguntungkan pada waktu yang akan datang. Kondisi ini dapat mendorong peningkatan likuiditas saham perusahaan tersebut (Sembiring dan Trisnawati, 2019).

Unsur lainnya yang sering ditemukan oleh peneliti sebagai unsur yang membentuk likuiditas saham yaitu *earning management*. Merujuk kepada (Chhabra, 2016) *earning management* memperlihatkan suatu pelaksanaan dan pengelolaan pelaporan finansial perusahaan yang bertujuan memperlihatkan keuntungan berkala suatu perusahaan berjalan dengan lancar, atau ingin memperlihatkan capaian laba yang terbesar pada periode tertentu berdampak kepada laporan profit yang lebih kecil di tahun yang akan datang. Dapat juga terjadi kebalikannya, dimana ditunjukkan laba yang kecil pada periode tertentu dan profit yang lebih besar pada tahun mendatang.

Earning management dapat menjadi sarana manajer untuk mengembangkan laba dengan tujuan membuat para investor tertarik dengan prospek perusahaan agar dapat mendorong kenaikan investasi kepada saham perusahaan. Dengan sebab demikian dapat dikatakan bahwa penerapan *earning management* dapat menimbulkan ketidakkonsistenan mengenai *cashflow* di masa depan dan menimbulkan semakin banyak informasi asimetris diantara pihak internal perusahaan (manajemen) dan pihak luar perusahaan (investor). (Al-Jaifi, 2017) mengatakan bahwa *earning management* yang tinggi dapat menarik para investor dengan informasi yang kurang untuk melakukan investasi pada perusahaan agar dapat mendorong peningkatan likuiditas saham perusahaan tersebut. Manajer juga dapat melakukan *earning management* sebagai penawaran informasi pribadi sehingga dapat meningkatkan konten informasi yang dapat bermanfaat bagi para investor.

Penelitian-penelitian sebelumnya mengenai pengaruh *earning management* terhadap likuiditas saham menunjukkan hasil yang berbeda-beda atau belum konsisten. Dari studi yang dilakukan oleh (Al-Jaifi, 2017) ditemukan bukti bahwa *earning management* mempengaruhi secara positif kepada likuiditas saham. Investor menganggap bahwa *earning management* lebih informatif sehingga lebih menarik. Sementara studi oleh (Mohsan et al., 2020) memperlihatkan hasil *earning management* yang dilakukan dengan menutupi kinerja keuangan perusahaan berpengaruh negatif kepada likuiditas sahamnya. Praktek *earning management* menunjukkan bahwa transparansi perusahaan rendah dan memberikan sinyal negatif terhadap pelaku pasar yang akhirnya mengurangi kepercayaan investor.

Melakukan investasi dalam jenis apapun secara umum akan berhadapan dengan risiko atau unsur ketidakpastian. Seorang investor tidak dapat mengetahui dengan pasti berapa hasil atau *return* yang akan dia peroleh dari investasi yang dia pilih. Tetapi risiko



bukanlah hal yang harus dihindari oleh seorang investor. Apabila seorang investor merasa bahwa dia akan mendapatkan hasil yang baik dari suatu investasi, maka investor akan berusaha untuk memperkirakan atau meminimalkan risiko yang mungkin terjadi.

Jika investor menginginkan *return* yang tinggi, maka investor tersebut harus siap dengan risiko yang juga besar (*high risk high return*). Risiko dan *return* mempunyai hubungan yang berbanding lurus, dimana jika mengharapkan *return* yang tinggi maka akan berhadapan dengan risiko yang tinggi.

Dalam melakukan investasi saham dikenal dua jenis risiko, yaitu yang dinamakan risiko sistematis dan nonsistematis. Risiko sistematis adalah risiko yang tercipta dari kondisi perekonomian. Risiko sistematis tidak dapat diversifikasi. Notasi untuk risiko sistematis biasanya dinyatakan dengan notasi beta β . Nilai beta ini digunakan untuk membandingkan antara tingkat hasil yang akan diperoleh dengan risiko dari investasi saham tersebut. Sedangkan risiko nonsistematis biasanya dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi.

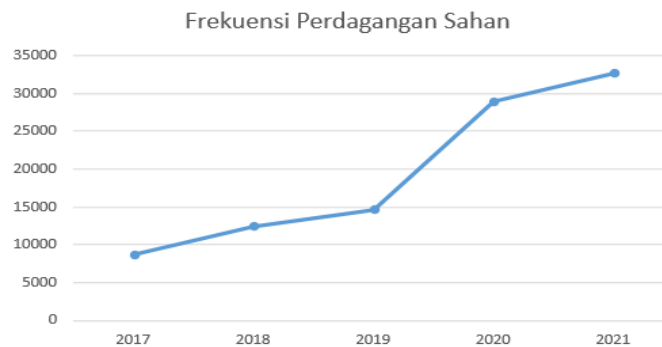
Faktor lain yang sering dipertimbangkan dalam berinvestasi saham guna mendapatkan imbal hasil yang optimal yaitu likuiditas saham. Menurut (Izza, 2016) likuiditas saham adalah seberapa mudah seorang investor dapat merubah sahamnya menjadi uang tunai melalui mekanisme pasar. Agar mudah mengundang partisipasi penjual dan pembeli maka pasar modal haruslah efisien dan likuid. Saham yang likuid akan memberikan keuntungan untuk emiten dan juga investornya, karena jika likuiditas sahamnya tinggi maka reputasi emiten akan naik dimata publik. Investor akan meningkat kepercayaannya terhadap emiten, kinerja dan prospek kemas depannya. Sebab itu likuiditas adalah sesuatu yang krusial untuk menjadi perhatian emiten, sebab likuiditas saham merefleksikan kualitas kinerja perusahaan.

Studi tentang efek keberadaan risiko sistematis dan juga efek likuiditas saham kepada *return* saham telah diteliti oleh (Nurfadillah dan Anisa, 2018). Hasil studi tersebut menemukan bahwa kedua faktor tersebut yaitu risiko sistematis dan juga likuiditas saham berpengaruh secara signifikan pada *return* saham pada company yang sudah melakukan penjualan saham perusahaan kepada masyarakat umum (*go public*) di BEI. Peneliti lainnya (Nurfadillah dan Anisa, 2018) dalam penelitian mengenai *return* saham perusahaan LQ-45 menemukan bukti bahwa faktor likuiditas saham dan risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap *return* sahamnya.

Secara umum dapat dikatakan setiap investasi ada elemen ketidak pastian atau risiko, investor tidak dapat menentukan dengan akurat hasil yang akan didapatkannya ketika melakukan suatu investasi. Dengan kondisi sedemikian berarti bahwa ada risiko yang dihadapi dari investasinya. Tetapi investor dapat memprediksi atau memperkirakan *rate* keuntungan yang mungkin diperoleh dari menanamkan investasi tersebut. Dalam berinvestasi seorang investor tidak dapat mengharapkan suatu tingkat keuntungan saja karena adanya faktor resiko tersebut. Mengharapkan suatu tingkat keuntungan yang tinggi maka akan berhadapan dengan risiko yang tinggi pula.

Selain hasil penelitian sebelumnya yang belum konsisten, yang menjadi salah satu alasan dalam melakukan penelitian ini juga yaitu dari statistik tahunan BEI periode 2017 sampai 2021 memperlihatkan trend menaik pada volume, nilai dan frekuensi perdagangan saham dalam subsektor infrastruktur. Trend menaik secara konstan dan hanya terjadi sedikit penurunan volume perdagangan saham dari tahun 2018 sampai 2019 kemudian naik kembali secara konsisten dari 2019 sampai 2021. Berikut adalah grafik dari frekuensi perdagangan saham:





Gambar 1. Frekuensi Perdagangan Saham periode 2017-2021
 (Sumber: data diolah)

Dikutip dari (Lavinda, 2021) bahwa peningkatan transaksi saham didukung oleh kenaikan jumlah investor yang aktif berpartisipasi. Kenaikan jumlah investor ini terus didorong dengan literasi dan sosialisasi dari BEI untuk tetap meningkatkan dan memperluas aktivitas di pasar modal.

Berdasarkan paparan di atas, dapat diyakini terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi likuiditas pasar saham. Dapat dilihat juga bahwa dari beberapa riset terdahulu yang membuktikan pengaruh dan hasil yang belum konsisten atau berbeda-beda. Sasaran penelitian yaitu mendapatkan pembuktian secara empirik mengenai peranan faktor-faktor nilai perusahaan, *earning management*, dan risiko saham terhadap likuiditas pasar

Penelitian ini mengandung kebaruan pada pemilihan topik likuiditas saham pada subsektor infrastruktur dan mengaitkannya dengan resiko dan manajemen laba. Penelitian yang membahas tentang likuiditas saham pada subsektor infrastruktur masih sangat sedikit dilakukan, padahal subsektor ini sangat penting karena bergerak dibidang infrastruktur yang akan mendorong kepada pertumbuhan ekonomi masyarakat luas. Perusahaan pada kelompok infrastruktur di BEI meliputi perusahaan yang bergerak fasilitas teknis, perangkat keras, sistem, fisik, dan lunak yang dibutuhkan pada saat memberikan pelayanan kepada pengguna dan memberikan dukungan jaringan struktur supaya pertumbuhan sosial dan perekonomian masyarakat dapat terwujud dengan baik. Kelompok usaha ini termasuk didalamnya yang bergerak didalam sarana transportasi dan telekomunikasi, Infrastruktur minyak dan gas bumi, Infrastruktur sumber daya air dan irigasi, energi terbarukan, infrastruktur perumahan, perkotaan, kesehatan, dan lain-lain. Perusahaan yang berada di kelompok ini membutuhkan modal yang sangat besar yang tentunya diharapkan modal diperoleh dari investor. Likuiditas saham perusahaan menjadi suatu pertimbangan penting bagi investor dalam menanamkan investasinya.

KAJIAN TEORI

Positive Accounting Theory. (Dewiyanti, 2021) menjelaskan *positive accounting theory* adalah teori yang memaparkan tentang determinan yang dapat mempengaruhi perancang program-program akuntansi dalam menentukan tatacara akuntansi yang optimal dan mempunyai sasaran tertentu. Sementara itu (Apollo dan Sundari, 2020) memaparkan bahwa melalui suatu korporasi akan menata dirinya untuk mengoptimalkan harapan dan untuk dapat bertahan. Teori inipun menjelaskan bahwa ada keterkaitan keagenan diantara

tatacara yang diadopsi oleh pihak manajemen dan efeknya kepada para shareholder, kreditor, maupun pemerintah. *Earning management* merupakan salah satu bentuk prosedur sebagai bentuk dari *positive accounting theory* yang diambil oleh manajemen perusahaan dengan maksud dan tujuan tertentu, baik yang mengarah kepada pemegang saham, kreditor, atau pemerintah.

Teori Nilai Perusahaan. Setiap perusahaan bertujuan untuk memperoleh profit sebesar-besarnya dengan cara meningkatkan nilai perusahaan. Tujuannya semata-mata adalah untuk kesejahteraan investor dalam jangka waktu yang lama (Tjahjono dan Wijaya, 2022). Teori ini menggambarkan kondisi suatu perusahaan yang dapat dijadikan sebagai acuan dalam membuat kebijakan investasi.

Nilai perusahaan ialah suatu pencapaian perusahaan dalam mengoptimalkan kinerja serta pemanfaatan sumber daya yang dimiliki. Tingginya nilai suatu perusahaan mencerminkan kesejahteraan pemegang sahamnya yang tinggi pula, dan sebaliknya (Harmono, 2017). Nilai saham yang beredar dipasar modal berkaitan erat dengan persepsi investor terhadap nilai perusahaan, sebagaimana bentuk dari kestabilan *demand* dan *supply* rill yang terjadi atas transaksi jual beli surat berharga. Oleh karena itu nilai saham yang diperjualbelikan di pasar modal merupakan salah satu konsep dari teori nilai perusahaan. Nilai saham beredar yang makin tinggi mengindikasikan nilai perusahaan yang baik, demikian juga sebaliknya.

Likuiditas Saham. Menurut (Berglund, 2020) likuiditas saham merupakan salah satu aspek yang penting dalam pasar setiap sekuritas. Secara umum, likuiditas mempermudah aktivitas menjual atau membeli sebuah aset ataupun sekuritas perusahaan. Dalam pasar saham, likuiditas merupakan suatu aspek yang diinginkan oleh perusahaan yang sahamnya telah terdaftar di bursa saham. Likuiditas saham yang tinggi membantu mempermudah para pemegang saham untuk menjual atau membeli saham suatu perusahaan.

Likuiditas dapat didefinisikan dengan dua konteks. Yang pertama adalah likuiditas didefinisikan dengan seberapa mudah suatu sekuritas diperdagangkan. Dan yang kedua ialah likuiditas didefinisikan dengan seberapa mudah suatu perusahaan untuk memperoleh pendanaan. Konteks yang pertama disebut likuiditas saham dan yang kedua adalah likuiditas pendanaan. Penelitian ini fokus kepada konteks yang pertama yaitu likuiditas pasar saham.

Likuiditas saham menjadi salah satu indikator pertimbangan bagi investor sebelum memutuskan suatu investasi. Menurut (Nadarajah et al., 2018) terdapat beberapa teknik yang dapat dipakai untuk mengukur Likuiditas saham, diantaranya *Amihud Illiquidity Estimate* (Amihud), *Time-Weighted Quoted Spread* (QS), *The Turnover-Adjusted Zero Daily Volumes* (LM), dan *Trading Volume Activity* (TVA).

Dari penjelasan diatas dapat dikatakan bahwa likuiditas pasar saham adalah aspek yang dapat diimplementasikan untuk menilai dapat atau tidaknya suatu saham aktif diperjual belikan. Saham dengan likuiditas yang tinggi dapat membantu dan mempermudah pemegang saham dalam melakukan perdagangan saham.

Earning Management. Menurut (Arlita et al., 2019) "*Earning management* merupakan campurtangan dan pertimbangan-pertimbangan manajemen dalam penyusunan laporan keuangan yang bertujuan untuk menguntungkan dirinya sendiri yang dapat menimbulkan kekeliruan pihak eksternal dalam pengambilan keputusan. *Earning management* berpotensi sebagai suatu faktor yang dapat menurunkan kepercayaan terhadap laporan keuangan". (Suffian et al., 2023) mengatakan bahwa "*Earnings management is a deliberate act by managers to manipulate a company's accounting figure*



to present an outstanding financial standing of the company to investors". Dari pernyataan ini dapat disimpulkan bahwa *earning management* memperlihatkan suatu strategi dari suatu pihak untuk mengubah angka-angka akuntansi untuk menggambarkan kinerja perusahaan yang baik. *Earning management* bertujuan untuk mempengaruhi pertimbangan pihak investor dalam menentukan keputusan.

Ada beberapa metode yang dapat diimplementasikan untuk menghitung tingkat praktek *earning management*, diantaranya adalah dengan pendekatan *dictionary accrual* yang dapat dihitung dengan berbagai model dan yang telah banyak dikembangkan, salah satunya yang sering digunakan adalah model *Modified Jones*. Dengan demikian, *earning management* adalah suatu aktivitas yang dipraktekkan oleh manajer melalui tindakan perubahan pelaporan sehingga bisa mempengaruhi pengambilan keputusan pihak investor.

Nilai Perusahaan. (Abdullah et al., 2018) menyatakan bahwa nilai perusahaan adalah jumlah dari nilai pasar sebenarnya dari saham biasa dan estimasi nilai pasar dari saham preferen. Dengan memaksimalkan nilai perusahaan diharapkan akan mendorong tingkat kesejahteraan pemegang saham. Nilai pasar terbentuk saat penjual dan pembeli melakukan transaksi, dimana harga pasar atas saham merupakan refleksi dari nilai aset perusahaan. (Purwanti, 2021) memaknai Nilai Perusahaan sebagai nilai jual suatu perusahaan yang sedang berjalan yang berada di atas nilai jual dari likuidasi dari bisnis perusahaan tersebut. Dengan ini dapat dikatakan bahwa, nilai perusahaan merupakan suatu keadaan dari pencapaian yang di raih perusahaan atas kepercayaan investor setelah melewati proses kegiatan yang telah dijalani dari tahun ke tahun. Meningkatnya nilai perusahaan menjadi suatu kebanggaan atau capaian yang didapat sesuai dengan harapan. Diketahui bahwa tingginya nilai perusahaan akan menggerakkan peningkatan kesejahteraan *shareholder*. Maka perusahaan harus berusaha mengoptimalkan nilai perusahaan dengan memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan melalui peluang-peluang dalam investasi. Berbagai macam cara dalam meningkatkan performa perusahaan, yaitu: 1) pendekatan dalam melakukan proyeksi laba, 2) pendekatan melalui kebijakan dividen, 3) pendekatan implementasi tata kelola, 4) pendekatan nilai tambah (*economics value added*) dan lain-lain. Cara tersebut harus dapat dilakukan secara terstruktur sesuai dengan prinsip-prinsip manajemen keuangan.

Risiko Saham. Berkaitan dengan aktivitas investasi, para investor mengenal bermacam-macam definisi untuk menerangkan pengertian risiko. Dalam konsep kuantitatif, risiko digambarkan sebagai pengukuran statistik yang dikenal dengan istilah *variance*. Secara spesifik Markowitz mengkuantifikasi risiko dengan *expected variance of return* yang diinginkan pada suatu aktiva. *Variance* dari suatu variabel merupakan alat ukur simpangan yang mungkin terjadi di sekitar suatu nilai tertentu. Jika dikaitkan dengan *return* suatu aktiva, *variance* merupakan informasi besarnya penyimpangan nilai *return* yang mungkin terjadi pada sekitar *return* tersebut. Dengan memanfaatkan probabilitas (kemungkinan) *return*, formula untuk perhitungan *expected variance of return* bagi aktiva i , yang dinyatakan sebagai (R_i) adalah $E(R) = \sum_{i=1}^n R_i p_i$ (Syarif et al., 2022). Markowitz menyatakan bahwa *variance* ini identik dengan ketidakpastian atau risiko dalam suatu investasi. Pada aktiva yang tidak berisiko, maka *expected variance of return* dari aktiva tersebut adalah nol.

Kaitan Antara Nilai Perusahaan dan Likuiditas Saham. Nilai buku yaitu suatu kosa kata yang sering timbul dalam pembukuan keuangan perusahaan dimana nilai buku dimaknai sebagai suatu rasio jumlah saham perusahaan terhadap nilai aset atau ekuitas yang sudah memperhitungkan nilai penyusutan yang terjadi pada aset tersebut. Sementara nilai *intrinsic* menunjukkan nilai saham yang sebenarnya, yaitu suatu nilai yang telah



memperhitungkan *return* dan risiko yang mungkin. *Price to book value* adalah suatu rasio penilaian yang mempertimbangkan kemampuan manajemen dalam membangun nilai pasar dari bisnisnya yang melebihi biaya investasi dengan melihat rasio nilai pasar sahamnya terhadap nilai buku. Rasio PBV yang tinggi dapat diinterpretasikan sebagai keberhasilan perusahaan dalam membangun nilai untuk pemegang saham, yang selanjutnya akan berpengaruh juga terhadap nilai perusahaan (Danil dan Yusra, 2019). *Price to book value* dipakai sebagai alat pengukuran nilai perusahaan disebabkan eksistensi *price to book value* sangat berarti bagi investor dalam memutuskan strateginya dalam berinvestasi di pasar modal, dimana perusahaan yang dijalankan dengan baik secara umum akan menghasilkan rasio *price to book value* yang lebih besar dari satu. Kondisi ini memberikan gambaran tentang nilai saham perusahaan melebihi nilai bukunya. Harga saham yang tinggi akan mendorong nilai perusahaan menjadi tinggi. Apabila nilai perusahaan tinggi dapat berdampak pada meningkatnya kepercayaan terhadap kinerja perusahaan dalam jangka waktu yang lebih panjang, yaitu kinerja sekarang dan prospektif perusahaan di masa yang akan datang, sehingga menyebabkan terjadinya peningkatan pada likuiditas saham. Mengacu kepada pendapat (Al Amiri, 2016), Berapa besar keungkinan suatu perusahaan dapat membangun nilai suatu perusahaan yang seimbang dengan besaran modal yang diinvestasikan, hingga makin baik PBV memperlihatkan semakin sukses perusahaan membangun nilai untuk investornya. Oleh sebab itu melalui nilai PBV yang tinggi dapat menarik perhatian investor untuk menanamkan investasinya pada perusahaan tersebut. Konsekuensinya adalah saham perusahaan tersebut akan makin tinggi frekuensi perdagangannya, yang tentunya akan berdampak dalam meningkatkan likuiditas saham tersebut (Danil dan Yusra, 2019).

Kaitan antara risiko Saham dan Likuiditas Saham. Secara umum dapat dikatakan bahwa setiap investasi selalu berbarengan dengan masalah ketidakpastian atau dengan kata lain mengandung risiko. Investor tidak dapat memprediksi dengan tepat keuntungan yang akan dicapainya dari kegiatan investasi tersebut. Dengan kondisi seperti ini dapat disebut bahwa investasinya mengandung risiko. Tetapi investor dapat mengestimasi atau memprediksi besarnya ekspektasi manfaat yang akan diperoleh dari berinvestasi tersebut, dan perkiraan berapa penyimpangan yang mungkin terjadi dari manfaat yang diharapkan. Jika investor menanamkan modalnya pada investasi yang mengandung risiko, maka investor tidak dapat mengharapkan keuntungan saja. Jika investor menginginkan tingkat manfaat yang tinggi maka investor harus bersiap dengan risiko yang juga tinggi. Risiko dapat menimbulkan ketidakstabilan pada likuiditas saham. Ketika risiko saham dianggap mempunyai fluktuasi yang tinggi oleh investor, maka akan berakibat pada keragu-raguan investor dalam menginvestasikan modal pada saham tersebut, yang akan mengakibatkan menurunnya likuiditas saham perusahaan.

Kaitan *Earning Management* dan Likuiditas Saham. *Earning management* menimbulkan ketimpangan informasi diantara sisi manajemen (*agency*) dan sisi investor (*principal*) yang akhirnya mengakibatkan risiko yang lebih besar bagi investor. *Earning management* akan mendatangkan ketidakpastian dalam peluang perusahaan di masa depan. Sehingga dapat dimaknai bahwa *earning management* berpotensi mendatangkan pengaruh negatif terhadap likuiditas pasar.

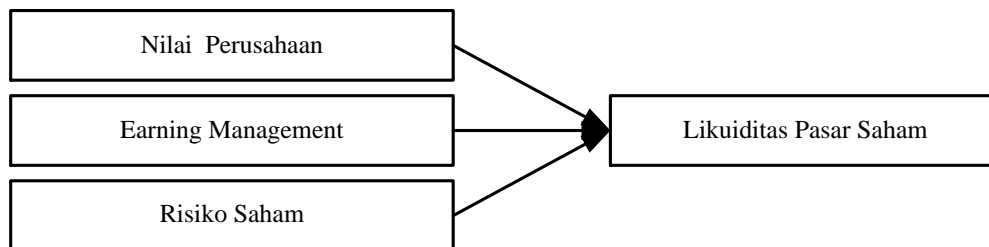
Merujuk kepada (Mohsan et al., 2020) *earning management* dan segala tindakan yang bertujuan untuk menutupi kinerja keuangan perusahaan akan dianggap sebagai signal negatif oleh para investor. Perusahaan dengan tingkat *earning management* yang tinggi, mencerminkan kurangnya transparansi informasi dan kurangnya kualitas tata kelola perusahaan.



Earning management dapat dihitung dengan menggunakan *discretionary accrual* model (*modified Jones*, 1991). *Discretionary accrual* merupakan kebijakan akrual yang dipraktekkan oleh pihak manajemen dengan maksud untuk memindahkan biaya dan penerimaan dari satu periode ke periode berikutnya sampai terpenuhinya tujuan tertentu dari manajemen.

Earning management dapat menjadi faktor berkurangnya kredibilitas laporan keuangan suatu perusahaan. *Earning management* merupakan suatu tindakan yang sah pada tingkat tertentu, namun saat penerapan *earning management* sudah melampaui tingkat tersebut maka pasar akan berasumsi bahwa *earning management* dilakukan dengan motif egois dari manajer sehingga kondisi tersebut berpotensi mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaannya. Perubahan harga saham memberi sinyal kepada para investor tentang praktik yang dilakukan oleh perusahaan sehingga kembali menjadi pertimbangan bagi investor untuk mengambil keputusan.

Model Penelitian dan Hipotesis. Penelitian ini ingin menginvestigasi keterkaitan nilai perusahaan, *earning management* dan risiko saham secara parsial terhadap likuiditas saham pada perusahaan subsektor infrastruktur selama periode 2017 sampai 2021. Model penelitian diperlihatkan seperti **gambar 1** berikut ini:



Gambar 1. Model Penelitian

Hipotesis

Berbasis kepada teori dan kaitan antar variabel yang dijabarkan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini diformulasikan seperti berikut ini:

H1: Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap Likuiditas Saham

H2: *Earning management* berpengaruh positif terhadap Likuiditas Saham

H3: Risiko Saham berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Saham

METODE PENELITIAN

Design Penelitian. Desain penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian kuantitatif tidak hanya digunakan untuk mengkaji teori dari kajian literatur tetapi membantu juga dalam pengembangan hipotesis yang saling berhubungan dengan fenomena yang diteliti. Adapun pengertian penelitian kuantitatif. (Sugiyono, 2018) menyatakan bahwa metode kuantitatif yaitu suatu teknik riset yang berdasarkan kepada filsafat positivisme, yang digunakan untuk menyelidiki suatu populasi maupun sampel yang diambil secara acak dari pengumpulan data melalui instrumen penelitian. Yang kemudian dilakukan analisis statistik untuk melakukan pengujian hipotesis yang telah ditentukan.

Sedangkan menurut (Sunyoto, 2016), penelitian kuantitatif didefinisikan sebagai bilangan yang sudah pasti dan dapat dikombinasikan sehingga memudahkan dalam pembacaan, serta membantu peneliti dalam membangun sebuah pemahaman. Berdasarkan

penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa analisis menggunakan metode kuantitatif dapat menghasilkan data yang lebih sederhana, mudah dibaca, dan mudah dipahami karena penelitian kuantitatif menampilkan informasi dalam bentuk angka yang secara matematis merupakan hal yang pasti.

Populasi dan Sampel. Populasi penelitian ini mencakup 58 perusahaan yang bernaung dibawah kelompok manufaktur pada sub-sektor Infrastruktur di Bursa Efek Indonesia pada rentang waktu 2017 sampai 2021.

Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan mengimplementasikan sejumlah ketentuan tertentu sebagai berikut: a) Perusahaan terdaftar pada kelompok manufaktur sub-sektor infrastruktur di BEI selama rentang waktu 2017 sampai tahun 2021 secara terus menerus. b) Perusahaan selalu menyampaikan laporan keuangan dengan konsisten selama periode 2017 sampai 2021. c) Perusahaan menyediakan data lengkap sesuai kebutuhan dalam penelitian

Dari kriteria-kriteria yang sudah ditetapkan, ditemukan bahwa terdapat 16 perusahaan memenuhi kriteria diatas.

Operasionalisasi Variabel dan Instrumen. Operasionalisasi Variabel bertujuan untuk menetapkan aturan pengukuran variabel, mengumpulkan data yang lebih fokus, dan mengarahkan kepada data apa yang dibutuhkan peneliti. Pengukuran variabel dalam penelitian ini ditampilkan seperti berikut ini.

Variabel Dependen. Likuiditas Saham. Berdasarkan penelitian (Febriyanti, 2020) likuiditas pasar saham dapat diprosikan dengan mengukur volume perdagangan saham pada aktivitas perdagangan saham. Rumus untuk mengukur aktivitas perdagangan (*Trading Volume Activity/ TVA*) adalah sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{\text{Saham perusahaan i yang di perdagangan pada waktu t}}{\text{Saham perusahaan i yang beredar pada waktu t}} \dots\dots\dots (1)$$

Variabel Independen. Nilai Perusahaan. Pada penelitian ini Nilai Perusahaan diprosikan dengan *Price to Book Value* (PBV)

$$PBV = \text{Harga Pasar persaham /Nilai Buku persaham} \dots\dots\dots (2)$$

Earning Manajement. Untuk menghitung *earning management* pada penelitian ini digunakan model *Jones modified discretionary accrual modified*. Menurut (Atin dan Pujiono, 2022) ada empat tahap untuk menghitung model ini, yaitu:

Lakukan estimasi Total Accrual (TAC)

$$TAC_{it} = NI_{it} - CFO_{it} \dots\dots\dots (3)$$

Melakukan estimasi koefisien regresi dari Total Accrual

$$\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it} \dots\dots\dots (4)$$

Melakukan estimasi untuk nondiscretionary accrual. Semua koefisien yang dihasilkan pada langkah kedua diimplementasikan untuk memprediksikan nondiscretionary accrual:



$$\frac{NDAC_{it}}{A_{it-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (5)$$

Mengestimasi discretionary accrual.

$$DAC_{it} = \frac{TAC_{it}}{A_{it}} - NDAC_{it} \dots\dots\dots (6)$$

Dimana TAC adalah *total accrual*, NI menyatakan *net income*, CFO menunjukkan *operating cash flow*, A adalah total ativa, Rev menyatakan perbedaan pendapatan, Rec menyatakan perbedaan piutang, DAC artinya *discretionary accruals*, NDAC adalah *nondiscretionary accruals*, PPE menyatakan perolehan aktiva tetap, ε_{it} adalah error, i menunjukkan identifikasi perusahaan, dimana $i=1\dots,16$, dan t menyatakan identifikasi periode saat ini

Risiko Saham. Beta saham menunjukkan acuan fluktuasi yang terjadi pada suatu saham terhadap fluktuasi pasar. Harga beta dipakai sebagai pengukuran risiko di pasar saham. Makin tinggi angka beta mengindikasikan risiko yang makin besar pula. Beta merupakan simbol atau notasi untuk suatu *systematic risk* saham, yaitu suatu indikator fluktuasi dari suatu saham tertentu terhadap fluktuasi dari seluruh pasar saham. Formula untuk perhitungan β adalah:

$$\text{Beta } (\beta) = \frac{\text{Cov}(\text{return asset}, \text{return market})}{\text{Var}(\text{return market})} \dots\dots\dots (7)$$

Asumsi Analisis Data. Uji Statistik Deskriptif. Statistik Deskriptif adalah suatu stististik yang menyajikan rangkuman fitur-fitur informasi statistik dari suatu distribusi data yang disajikan secara kuantitatif. Statistik deskriptif juga sering disebut sebagai suatu bentuk analisis statistik yang menyajikan rangkuman mengenai karakteristik setiap variabel dalam penelitian secara umum.

Menurut (Ghozali, 2018) statistik deskriptif memberikan gambaran setiap variabel mulai dari informasi nilai rata-rata, nilai maksimum, dan nilai minimum. Dengan demikian statistik deskriptif dapat membantu peneliti untuk memahami sifat kolektif dari elemen sampel dan dapat membentuk sebuah dasar untuk menguji dan memprediksi hipotesis.

Uji Multikolinieritas. Uji asumsi klasik adalah uji pendahuluan yang harus dilaksanakan sebelum lebih lanjut menganalisis data untuk melihat apakah data yang ada dapat memenuhi asumsi-asumsi dasar penelitian agar tidak terjadi estimasi yang bias. Pada penelitian yang menggunakan data panel, uji asumsi klasik yang digunakan hanyalah Uji multikolinieritas.

Uji Multikolinieritas berguna untuk melihat apakah dalam penelitian terdapat variabel independen yang berkorelasi secara linear. Menurut (Ghozali, 2018) pengujian multikolinieritas dilakukan untuk menginvestigasi keberadaan hubungan korelasi sesama variabel independen pada model regresi. Kondisi yang harus dipenuhi untuk mendapatkan pemodelan regresi yang benar adalah tidak terdapat masalah multikolinieritas

Guna menilai eksistensi suatu multikolinieritas, terindikasi dari koefisien korelasi satu variabel independen terhadap variabel independent lainnya. Apabila koefisien korelasi dari dua variabel independen lebih dari 0,800 maka terindikasi mengalami masalah multikolinieritas. Tetapi, jika koefisien korelasi antar variabel independen dibawah 0,800, maka masalah multikolinieritas tidak terindikasi.

Analisis Data Penelitian. Pendekatan regresi yang dipergunakan untuk menganalisis data panel ada tiga model, yakni:



Common Effect Model atau Pooled Least Square (CEM/PLS). Model pertama yaitu CEM merupakan kombinasi dari data timeseries dan cross section yang paling simpel. Perbedaan waktu tidak diakomodir di dalam model ini. Konsep dasar untuk melakukan estimasi pada model ini mengacu kepada pendekatan OLS. Bentuk umum model regresinya ditampilkan pada persamaan berikut ini:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (8)$$

Fixed Effect Model (FEM). Pada FEM perbedaan intersep dapat difungsikan untuk mengakomodir adanya kesenjangan atau ketidaksamaan intersep antara satu perusahaan dan lainnya dengan mengimplementasikan dummy. Pendekatan regresi untuk FEM dapat disajikan dalam persamaan berikut ini:

$$y_{it} = \alpha + \gamma_1 D_1 + \gamma_2 D_2 + \gamma_3 D_3 + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (9)$$

Random Effect Model (REM). Pada REM ini perbedaan pada intersepanya diakomodasikan melalui error terms pada setiap perusahaan. Maka model regresinya diperlihatkan sebagai berikut:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + (\varepsilon_{it} + \gamma_i) \dots\dots\dots (10)$$

Keterangan notasi dari ketiga model diatas adalah sebagai berikut: y_{it} adalah Variabel dependen individu ke i pada periode ke t , α menyatakan intersep atau merupakan nilai rata-rata variabel dependent ketika variabel independennya bernilai nol, β adalah gradient dari model, x_{it} merupakan varibel independen sebagai prediktor pada individu ke ke i dan periode ke t , γ merupakan intersep individu I , D adalah variabel *dummy* untuk individu ke I , dan ε_{it} merupakan *error* individu ke i pada periode ke t .

Dari ketiga pendekatan yang disebutkan, mungkin hanya ada satu model yang lebih sesuai dengan data observasi yang dilakukan. Oleh karena itu dilakukan serangkaian langkah pengujian agar diperoleh model yang paling baik. Pengujian meliputi Uji chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier.

Uji Chow. Pengujian Chow adalah semacam pemeriksaan yang dilakukan terhadap data observasi untuk mendapatkan rekomendasi model yang lebih tepat diantara dua pilihan model yaitu CEM dan FEM.

Hipotesis dalam Uji Chow:

H_0 : CEM lebih baik

H_1 : FEM lebih baik

Acuan dalam pengambilan keputusan adalah:

H_0 diterima, CEM dipilih jika nilai Probabilitas pada *Cross-section F* sama atau melebihi 0,050. H_0 ditolak dan FEM dipilih jika nilai Probabilitas pada *Cross-section F* kurang dari 0,050

Uji Hausman. Pengujian Hausman adalah semacam pemeriksaan yang dilakukan terhadap data observasi untuk mendapatkan rekomendasi model yang lebih tepat diantara dua pilihan model yaitu REM dan FEM.

Hipotesis pada uji Hausman yaitu:

H_0 : Pendekatan regresi REM lebih direkomendasikan

H_1 : Pendekatan regresi FEM lebih direkomendasikan

Panduan dalam pengambilan keputusan yaitu:



H_0 diterima dan model REM dipilih apabila Probabilitas pada *Cross-section random* minimal 0,050.

H_0 ditolak dan model FEM dipilih apabila Probabilitas pada *Cross-section random* kurang dari 0,050

Uji Lagrange Multiplier (LM). Uji LM bertujuan untuk menyeleksi model yang sebaiknya dipakai diantara REM dan CEM

Formulai Hipotesis pada Uji LM sebagai berikut:

H_0 : CEM lebih recommended

H_1 : REM lebih recommended

Acuan pengambilan keputusan seperti berikut: (1) Apabila probabilitas *Breusch Pagan* sama atau melebihi nilai 0,050 maka terima H_0 , sehingga CEM lebih mewakili. (2) Apabila probabilitas *Breusch Pagan* sama atau kurang dari 0,050 maka tolak H_0 , sehingga REM lebih mewakili.

Uji Parsial (Uji t). Uji-t dilakukan guna mengidentifikasi pengaruh setiap variabel independen secara individu pada variabel dependen. Dasar pengujian hasil regresi dilakukan pada level signifikansi sebesar 5 persen ($\alpha = 0,050$). Hasil keputusan pengujian pada uji-t dipantau dari probabilitas yang dihasilkan dibandingkan dengan nilai α (0,050) Hipotesis uji-t:

H_0 : Variabel Independen berpengaruh tidak signifikan terhadap Variabel Dependen

H_1 : Variabel Independen berpengaruh signifikan terhadap Variabel Dependen

Keputusan pengujian ditentukan sebagai berikut:

Jika Probabilitas pada uji-t lebih kecil dari 0,050, maka H_0 ditolak, artinya variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependennya.

Jika Probabilitas pada uji-t melebihi 0,050, maka H_0 diterima, artinya variabel independen tidak signifikan mempengaruhi variabel dependennya

Uji Koefisien Determinasi *R-square*. Uji koefisien determinasi dimaksudkan untuk mengidentifikasi besarnya peranan dari variabel independen dalam menyumbangkan informasi dari suatu variabel dependen. Hasil penilaian diidentifikasi dari R^2 yang dihasilkan dari proses uji.

Menurut (Ghozali, 2018) nilai R^2 yang makin besar mengindikasikan semakin baiknya estimasi model yang digunakan. Nilai R^2 terletak diantara nilai 0.000 sampai dengan 1.000. Semakin R^2 mendekati 1 bermakna semakin besar kemampuan variabel independen dalam memprediksikan variabel dependennya. Sebaliknya, nilai R^2 yang semakin mendekati 0,000, bermakna semakin terbatasnya kemampuan variabel independennya dalam memprediksi variabel independen. R^2 bernilai sebesar 0,000 maka dapat dikatakan bahwa variabel independen bukan sebagai prediktor dari variabel dependennya.

HASIL PENELITIAN

Deskripsi Subjek Penelitian. Subjek yang dianalisis dalam penelitian ini dikhususkan pada perusahaan industri manufaktur dari sub sektor infra struktur yang tercatat di BEI selama rentang waktu 2017 sampai 2021 dengan maksud agar penelitian dapat lebih fokus suatu industri dan tidak menyertakan industri berbeda. Pemilihan industri manufaktur dipicu juga oleh capaian perusahaan sub sektor infrastruktur yang menurut statistik tahunan di BEI menunjukkan peningkatan dalam volume perdagangan sahamnya secara konsisten selama tenggang waktu penelitian. Dengan teknik purposive sampling diseleksi perusahaan yang akan ditetapkan sebagai sampel penelitian. Berikut adalah



proses pemilihan sampel untuk menyeleksi perusahaan yang memenuhi kriteria yang sudah ditetapkan.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Kuantitas perusahaan sub-sektor infrastruktur yang tercatat di BEI	58
Perusahaan yang tidak penuh berada di BEI periode 2017 sampai 2021	(11)
Perusahaan tidak konsisten menerbitkan laporan keuangan periode 2017-2021	(29)
Perusahaan tidak mempunyai informasi lengkap sesuai kebutuhan penelitian	(2)
Total Sampel	16
Total Data Observasi Tahun 2017 sampai 2021	80

Banyaknya perusahaan subsektor infrastruktur tercatat di BEI sepanjang kurun waktu tahun 2017 sampai 2021 adalah 58 perusahaan. Dari sejumlah 58 perusahaan tersebut hanya 16 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel. Hal ini disebabkan karena selama periode 2017 sampai 2021 terdapat 11 perusahaan yang baru tercatat setelah tahun 2017 atau *delisting* sebelum tahun 2021, ditemukan juga 29 perusahaan yang tidak secara konsisten menerbitkan laporannya. Selain itu 2 perusahaan tidak menyediakan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Sehingga dari 16 perusahaan sampel diperoleh data observasi sebanyak 80 data.

Hasil Uji Multikoleniaritas. Hasil pengujian multikoleniaritas terhadap nilai perusahaan (PBV), *earning management* (EM), dan risiko saham (Beta) ditampilkan pada **Tabel 2** berikut ini:

Tabel 2. Hasil Uji Multikoleniaritas T_{ab}

	PBV	EM	BETA
PBV	1,000	-0,103	-0,366
EM	-0,103	1,000	0,011
BETA	-0,366	0,011	1,000

Sumber: Hasil Olah data

Dari informasi koefisien korelasi antar variabel independen yang disajikan pada **Tabel 2** tidak ditemukan korelasi diantara variabel yang melebihi 0,800, disimpulkan tidak terdapat masalah multikolinieritas. Jika tidak terjadi masalah multikolinieritas antar variabel independen maka berarti antar variabel independen tidak terjadi hubungan yang kuat, sehingga didalam memprediksi variabel dependennya akan lebih stabil dan *error* kecil.

Hasil Statistik Deskriptif. Statistik deskriptif yakni suatu bentuk analisa statistik yang merefleksikan ciri-ciri setiap variabel dalam penelitian secara umum dalam bentuk beberapa hasil seperti nilai terbesar, nilai terkecil, nilai rata-rata, nilai tengah, dan standar deviasi. Nilai rata-rata atau *mean* merupakan sebuah titik tunggal yang dapat menggambarkan sebagai titik pusat dari kumpulan data. Sementara itu standar deviasi adalah suatu nilai yang biasa dipakai untuk menjelaskan distribusi sampel dan mengidentifikasi ukuran kedekatan data tersebut dengan nilai rata-rata sampelnya. (Sekaran dan Bougie, 2016) menyatakan bahwa nilai standar deviasi menyatakan suatu besaran nilai yang dipergunakan dalam menjelaskan distribusi data sampel dan mengidentifikasi kedekatan data bersangkutan dari nilai *mean*. Menurut (Ghozali, 2016) standar deviasi digunakan sebagai alat pengukuran sebaran yang paling bagus, karena

mampu melukiskan ukuran penyebaran setiap unit pengamatan. Nilai standar deviasi yang makin mengecil berarti makin mendekati nilai rata-rata. Namun bila nilai standar deviasi makin membesar berarti makin lebar sebaran datanya. Nilai standar deviasi dikategorikan baik apabila nilainya kurang dari nilai rata-rata. **Tabel 3** menampilkan hasil statistik deskriptif data penelitian.

Tabel 3. Analisis Statistik Deskriptif

	T			
abel	TVA	PBV	EM	BETA
Rata-Rata	0,042	1,877	0,208	1,006
Nilai Tengah	0,029	1,353	0,015	1,024
Terbesar	0,220	8,725	1,778	1,202
Terkecil	0,000	0,236	-0,758	0,216
Deviasi Standar	0,046	1,615	0,559	0,128
Observasi	80	80	80	80

Sumber: hasil pengolahan data oleh author

Berikut ini diuraikan informasi yang lebih rinci dari hasil analisis pada **Tabel 3**.

Likuiditas Pasar Saham (TVA). Nilai terbesar likuiditas pasar saham pada penelitian ini adalah 0,220 yang merupakan tingkat likuiditas dari perusahaan Acset Indonusa Tbk. Pada periode 2020. Nilai terkecil likuiditas pasar saham pada penelitian ini adalah sebesar 0,000 yang merupakan tingkat likuiditas pasar saham perusahaan Solusi Tunas Pratama Tbk. Pada periode 2020. Nilai rata-rata dari data likuiditas pasar Saham adalah sebesar 0,042. Sementara itu standar deviasi dari likuiditas pasar saham pada penelitian ini adalah sebesar 0,046. Hasil analisis statistik untuk variabel Likuiditas Pasar Saham menunjukkan bahwa nilai standar deviasinya berada diatas nilai rata-rata, yang dapat diinterpretasikan bahwa nilai rata-rata adalah representasi yang kurang baik dari data sampel penelitian. Implikasinya adalah bahwa nilai likuiditas saham terlihat cukup heterogen atau fluktuatif sifatnya.

Nilai Perusahaan (PBV). Nilai terbesar Nilai Perusahaan yang dikuantifikasi dengan PBV pada studi ini adalah sebesar 8,725 yang merupakan sumbangan perusahaan ACST pada periode 2020. Nilai terkecil dari nilai perusahaan adalah sebesar 0,236 yang disumbangkan oleh perusahaan JSMR pada periode 2021. Nilai perusahaan rata-rata sebesar 1,877. Standar deviasi diperoleh sebesar 1,615. Dari keluaran statistik deskriptif variabel nilai perusahaan, nilai standar deviasi kecil dari nilai rata-rata. Kondisi ini dapat diinterpretasikan bahwa nilai rata-rata merupakan gambaran yang cukup baik dari seluruh data penelitian. Implikasinya adalah nilai perusahaan selama periode penelitian cukup homogen. Keadaan ini lebih disukai oleh investor karena menggambarkan nilai perusahaan yang cukup stabil.

Earning Management. Nilai terbesar *earning management* yang diprosikan dengan *dictionary accrual* pada studi ini yaitu sebesar 1,778 yang merupakan persentase dari tingkat *earning management* dari perusahaan XL Axiata Tbk. pada periode 2017. Nilai minimum dari *earning management* adalah sebesar -0,758 yang merupakan tingkat *earning management* dari perusahaan Acset Indonusa Tbk. Pada periode 2020. Nilai rata-rata (mean) dari *earning management* pada penelitian ini adalah 0,208. Standar deviasi *earning management* pada penelitian ini adalah sebesar 0,559. Hasil analisis statistik deskriptif *earning management* memperlihatkan nilai standar deviasi jauh melebihi nilai rata-rata, dimana hal ini dapat diartikan bahwa nilai rata-rata bukan gambaran yang baik dari keseluruhan data. Implikasinya adalah melalui *earning management* dapat diketahui

kondisi *earning management* perusahaan sangat heterogen. Praktek *earning management* yang buruk dapat menurunkan kredibilitas dan validitas informasi keuangan sehingga dapat membentuk persepsi yang salah terkait dengan penyajian laporan keuangan (Huynh, 2020).

Risiko Saham (Beta). Nilai terbesar Risiko Saham yang diproksikan dengan Beta pada penelitian ini adalah sebesar 1,202 yang merupakan persentasi dari risiko Beta dari perusahaan WSKT pada periode 2021. Nilai minimum dari risiko saham adalah sebesar -0,216 yang merupakan tingkat risiko saham dari perusahaan SUPR pada periode 2021. Nilai rata-rata dari risiko saham pada penelitian ini adalah 1,006. Standar deviasi variabel Beta pada penelitian ini adalah sebesar 0,128. Dari hasil analisis statistik deskriptif risiko saham terlihat nilai standar deviasi sedikit melebihi dari nilai rata-rata, sehingga nilai rata-rata Beta bukan representasi yang baik dari keseluruhan Beta. Dalam investasi saham standar deviasi merupakan alat yang sangat berguna bagi investor dalam proses penyusunan dan evaluasi strategi investasi. Hal tersebut dikarenakan standar deviasi mampu mengukur volatilitas pasar dan memprediksi tren yang terjadi pada pasar keuangan. Semakin sering suatu aset mengalami perubahan harga dan tingkat keuntungan harian, maka standar deviasinya semakin tinggi. Dengan demikian, risiko untuk berinvestasi pada aset tersebut juga semakin besar. Standar deviasi sering dijadikan sebagai alat ukur yang dibutuhkan oleh investor ketika melakukan analisis dan evaluasi terhadap strategi investasinya. Kondisi demikian disebabkan karena standar deviasi mempunyai kelayakan dalam pengukuran volatilitas pasar dan sangat mempunyai kemampuan prediktif tentang trend pasar keuangan. Ketika suatu aset kerap kali mengalami perubahan harga dan keuntungannya perhari maka akan makin tinggi pula standar deviasinya, sehingga melakukan investasi pada aset tersebut akan makin beresiko.

Implikasi pada sampel penelitian ini dimana standar deviasi melebihi nilai rata-rata maka terindikasi bahwa saham pada studi ini cukup beresiko.

Pemilihan Model Regresi. Hasil Pengujian Chow. Pengujian Chow diimplementasikan untuk mengidentifikasi model yang lebih sesuai diantara *Common Effect Model* (PLS) atau *Fixed Effect Model* (FE). **Tabel 4** menampilkan hasil pengujian Chow.

Tabel 4. Hasil Uji Chow

Pengujian Efek	Statistik	Derajat kebebasan.	Probabilitas
Tampang lintang F	6,097	(15,610)	0,000
Tampang lintang Chi-square	73,281	15	0,000

Sumber: hasil pengolahan data oleh author

Dari keluaran uji diatas, dihasilkan nilai Probability dari Cross-section F sebesar 0,000, nilai ini lebih rendah dari 0,050. Sehingga hipotesis H_0 ditolak, dan FEM lebih sesuai dibandingkan model CEM

Uji Hausman. Pengujian berikutnya yaitu Uji Hausman untuk mengidentifikasi pilihan diantara diantara FEM dan REM. Berdasarkan hasil pengujian hausman ditemukan probabilitas tampang lintang acak sebesar 0,000. Nilai ini kecil dari 0,050, sehingga jika mengacu kepada ketentuan pengambilan keputusan uji Hausman, maka dari hasil tersebut H_0 ditolak dan rekomendasinya adalah *FEM*.

Dari uji Chow dan uji hausman keduanya merekomendasikan *Fixed Effect Model* lebih sesuai dengan data penelitian, sehingga uji Lagrange Multiplier tidak lagi dibutuhkan.



Hasil Uji Parsial (Uji-t). Berikut adalah hasil Uji-t dari ketiga variabel independennya terhadap variabel Likuiditas Saham.

Tabel 5. Hasil Uji Parsial (Uji-t) terhadap variabel Likuiditas Saham

Peubah	Koefisien	Error Standar	t-Statistik	Probabilitas
PBV	0,006	0,003	2,021	0,048
EM	-0,030	0,012	-2,506	0,015
BETA	0,016	0,006	2,596	0,012
C	0,021	0,005	4,270	0,000

Sumber: hasil pengolahan data

Dari keluaran diatas dapat disusun kesimpulan tentang pengaruh variabel nilai perusahaan, *earning management*, dan risiko saham terhadap likuiditas saham sebagai berikut ini:

H1: Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham.

Besarnya nilai probabilitas pada variabel nilai Perusahaan dikuantifikasikan dengan PBV adalah 0,048. Nilai ini kurang 0,050. Selain itu diperoleh juga nilai koefisien sebesar 0,006. Berdasarkan hasil diatas artinya hipotesis H₁ tidak ditolak, jadi disimpulkan bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kepada likuiditas pasar saham pada industri subsektor Infrastruktur yang tercatat di BEI periode 2017 sampai 2021.

H2: *Earning management* berpengaruh positif terhadap Likuiditas Saham.

Besarnya nilai Probabilitas. Pada variabel *earning management* adalah sebesar 0,015. Nilai Probabilitas berada dibawah 0,050. Disamping itu diperoleh juga koefisien senilai -0,030. Dari informasi ini berarti H₁ diterima. Jadi kesimpulannya *earning management* berpengaruh signifikan dengan arah negatif pada Likuiditas Pasar Saham.

H3: Risiko Saham berpengaruh negatif terhadap Likuiditas Saham.

Besarnya nilai Probabilitas pada variabel Risiko Saham yang diprosikan dengan Beta adalah 0,012. Besaran ini kurang dari 0,050. Disamping itu diperoleh juga angka koefisien 0,016. Dari informasi ini berarti H₁ tidak ditolak. Jadi disimpulkan risiko saham berpengaruh positif signifikan kepada Likuiditas Pasar Saham pada industri subsector Infrastruktur di kurun waktu 2017 sampai 2021.

Hasil Uji Koefisien Determinasi R-square. Analisis koefisien determinasi memberikan keluaran besaran *adjusted r-squared* 0,665 atau 66,500 persen. Hasil ini memperlihatkan peran variabel independen sebagai prediktor untuk variabel likuiditas saham sebesar 66,500 persen. Jadi peubah independen yang dioperasikan dalam studi ini yaitu nilai perusahaan, *earning management*, dan risiko saham hanya berperan sebesar 66,500 persen dalam memprediksi likuiditas saham, sementara 33,550 persen lainnya diprediksikan melalui variabel lainnya diluar penelitian ini.

PEMBAHASAN

Analisis secara statistik telah dihasilkan seperti yang ditampilkan pada **Tabel 7**. Berikut ini adalah pembahasan dari setiap hasil uji parsial.



Nilai Perusahaan terhadap Likuiditas saham. *Price to Book Value* (PBV) yang merupakan alat pengukuran dari Nilai Perusahaan merupakan suatu rasio yang menggambarkan kemampuan manajer dalam mewujudkan market value dari bisnisnya dengan biaya investasi dalam bentuk perbandingan antara nilai pasar saham dengan nilai bukunya, dimana nilai PBV yang makin tinggi mengindikasikan meningkatnya kepercayaan pasar terhadap masa depan perusahaan tersebut. PBV yang tinggi merupakan suatu indikator yang sangat penting dan diperhatikan oleh investor karena sangat menentukan kepada strategi yang akan digunakan dalam pengambilan keputusan berinvestasi dan ini akan meningkatkan volume saham yang diperdagangkan.

Hasil penelitian dan uji statistik yang sudah dilakukan memperlihatkan bahwa PBV berpengaruh secara positif sebesar 0,006 dan signifikan terhadap likuiditas saham dengan nilai signifikansi sebesar 0,048, sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan mempengaruhi likuiditas saham secara positif dan nyata. Tingginya tingkat nilai perusahaan merupakan suatu point penilaian bagi investor berkaitan dengan tingkat kepercayaan terhadap perusahaan dan praktek transparansi dalam informasi. Karena itu jika investor menilai bahwa harga pasar saham berada diatas nilai buku maka likuiditas saham akan meningkat. Temuan penelitian ini sejalan dengan penemuan (Danil dan Yusra, 2019) yang membuktikan bahwa PBV signifikan mempengaruhi perdagangan saham. Pendapat yang sama juga disampaikan oleh Al Amiri Octadianto dan Laila (2016) yang menyatakan tingkat kemampuan suatu perusahaan dalam membangun nilai perusahaan yang seimbang dengan besarnya investasi modal. Sehingga nilai PBV yang makin tinggi mengindikasikan makin tinggi keberhasilan perusahaan membangun nilai untuk pemegang sahamnya. Dengan demikian melalui PBV yang tinggi akan mendorong naik minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan itu dan ini berimplikasi pada semakin kerap diperdagangkan.

Earning Management terhadap Likuiditas Saham. *Earning management* merupakan suatu tindakan meningkatkan, menurunkan atau meratakan laba perusahaan yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan. *Earning management* dilakukan agar dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi para investor sehingga nantinya saham perusahaan semakin banyak diperdagangkan. Praktik *earning management* dalam suatu perusahaan dapat mengurangi tingkat kredibilitas dari laporan keuangan perusahaan tersebut dan menimbulkan asimetri informasi.

Dari hasil analisis statistik diperoleh hasil bahwa *earning management* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan (Mohsan et al., 2020) yang menunjukkan *earning management* berpengaruh negatif signifikan pada likuiditas saham. Hal ini mengindikasikan rendahnya penerapan tatakelola perusahaan sebagai akibat dari penerapan *earning management*. Keadaan yang demikian dibaca oleh investor sebagai suatu pertanda yang buruk yang akan berimplikasi kepada semakin menipisnya rasa percaya investor terhadap perusahaan, yang pada akhirnya akan berdampak kepada keputusan investasi.

Earning management merupakan suatu prosedur akuntansi yang diterapkan oleh manajemen untuk suatu maksud tertentu. *Positive accounting theory* menjelaskan tentang faktor-faktor yang menggerakkan pengambil keputusan akuntansi dalam menentukan kebijakan akuntansi yang dimana memiliki tujuan salah satunya untuk mempengaruhi pengambilan keputusan investasi pemegang saham. Berdasarkan hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *earning management* memberikan gambaran mengenai rendahnya tingkat akuntabilitas suatu perusahaan dan menimbulkan ketidakpastian di masa yang akan



datang sehingga minat investasi dari investor akan semakin menurun dengan tingginya tingkat *earning management* dan menurunkan tingkat likuiditas pasar saham perusahaan manufaktur subsektor infrastruktur yang terdaftar di BEI pada periode 2017 sampai 2021.

Risiko Saham terhadap Likuiditas Saham. Risiko sistematis diartikan sebagai risiko yang bersifat menyeluruh, artinya risiko ini akan berdampak dan dirasakan oleh semua perusahaan, Contohnya adalah peningkatan suku bunga, inflasi, perubahan suhu politik. Risiko sistematis yang biasanya dinotasikan dengan beta digunakan sebagai salah satu indikator untuk mengidentifikasi risiko ketika ingin mendapatkan keuntungan dari suatu saham di pasar. Beta datang dari unsur fundamental perusahaan dan juga dari karakteristik pasar saham, dan ini nantinya akan menjadi penentu dalam perhitungan imbal hasil investasi.

Dalam berinvestasi, ada risiko tidak sistematis, yaitu risiko yang dapat dihindari dengan cara menerapkan pembedaan. Dengan demikian risiko yang relevan dengan penelitian ini adalah risiko yang tidak dapat dieliminasi dengan strategi pembedaan (risiko beta). Setiap investor menginginkan keuntungan dari investasi yang ditanamkan, tetapi tentu saja risiko investasi akan selalu mengikuti. Berinvestasi saham mungkin akan mendapat return yang tinggi namun risiko juga tinggi karena harga saham yang sangat tinggi volatilitasnya. Maka keputusan untuk berinvestasi saham juga berpotensi membawa investor kepada kerugian secara tiba-tiba, sehingga aktivitas perdagangan saham tertentu dapat melemah. Jika seorang investor berharap mendapatkan profit tinggi, maka dia juga harus bersedia menerima risiko yang juga tinggi.

Hasil analisis statistik penelitian ini memperlihatkan bahwa Beta berpengaruh secara positif sebesar 0,016 dan signifikan terhadap likuiditas saham dengan nilai signifikansi sebesar 0,012, sehingga dapat disimpulkan bahwa risiko saham mempengaruhi Likuiditas Saham secara positif dan nyata. Tingginya tingkat risiko saham akan menjadi penilaian para investor mengenai imbal hasil yang akan diperoleh sehingga nantinya saham perusahaan semakin banyak diperdagangkan. Penelitian yang dilakukan oleh (Abensur dan de Carvalho, 2022) dan (Hung et al., 2018) menyatakan bahwa investor akan sangat menyukai saham-saham yang fluktuatif yang risikonya tinggi untuk mendapatkan *return* yang tinggi. Saham-saham dengan *return* tinggi tentunya akan diminati investor sehingga akan meningkatkan aktivitas perdagangan saham perusahaan tersebut.

KESIMPULAN

Mengacu kepada informasi hasil uji statistik terhadap perusahaan industri manufaktur sub-sektor infrastruktur tercatat di Bursa Efek Indonesia pada rentang waktu 2017 sampai 2021 dan pembahasan diatas, maka simpulan penelitian ini dapat disusun seperti berikut ini: a) Nilai perusahaan yang dikuantifikasi menggunakan PBV berpengaruh positif dan signifikan kepada likuiditas saham. b) *Earning management* yang dikuantifikasi *dictionary accruals* memberikan pengaruh negatif dan signifikan kepada likuiditas saham. c) Risiko saham yang dirpoksikan dengan beta membawa pengaruh positif dan signifikan pada Likuiditas saham.

Karena keterbatasan waktu dan pengetahuan peneliti, maka penelitian ini masih jauh dari kata sempurna. Untuk itu guna membuat penelitian sejenis ini bermanfaat, lebih lengkap dan berkualitas, maka kepada para pihak yang terkait diberikan beberapa saran. a). Untuk peneliti selanjutnya, disarankan untuk menambahkan subjek penelitian lebih dari satu industri atau sektor, dikarenakan pada penelitian ini peneliti hanya menggunakan subjek pada sektor manufaktur subsektor infrastruktur. b). Untuk peneliti selanjutnya,



sebaiknya menambahkan faktor-faktor internal dan eksternal lainnya yang dapat mempengaruhi likuiditas saham seperti, book value, firm size, market value, stock return, financial crisis, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dll. Dapat juga menggunakan proksi-proksi lainnya diluar yang sudah digunakan pada penelitian ini. c). Untuk peneliti selanjutnya, sebaiknya menggunakan sampel yang lebih luas dan banyak. Karena semakin besar jumlah sampel akan semakin menggambarkan keadaan suatu industri. d). Bagi pihak perusahaan disektor manufaktur disarankan untuk tetap memperhatikan tingkat *earning management* agar tetap pada batas yang wajar, karena tingkat *earning management* yang tinggi menimbulkan asimetri informasi dan membuat investor atau pemegang saham menilai bahwa perusahaan tidak transparan dalam memberikan informasi. Sehingga akhirnya menurunkan minat untuk melakukan investasi pada sekuritas perusahaan dan menyebabkan likuiditas saham perusahaan menurun.

Bagi pihak perusahaan juga disarankan untuk tetap fokus terhadap upaya mengoptimalkan likuiditas saham dengan cara mengoptimalkan nilai perusahaan, risiko saham dan juga *earning management* karena ketiga variabel ini sangat signifikan berkontribusi terhadap likuiditas saham perusahaan persentase komisaris independen dan tingkat leverage perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, N. A. I. N., Ali, M. M., and Haron, N. H. (2018). Ownership Structure, Firm Value And Growth Opportunities: Malaysian Evidence. *Advanced Science Letters*, 23(8), 7378–7382. <https://doi.org/10.1166/asl.2017.9479>.
- Abensur, E. O., and de Carvalho, W. P. (2022). Improving Portfolio Selection by Balancing Liquidity-Risk-Return: Evidence from Stock Markets. *Theoretical Economics Letters*, 12(02), 479–497. <https://doi.org/10.4236/tel.2022.122027>.
- Adiputra, I. G., and Hermawan, A. (2020). The Effect Of Corporate Social Responsibility, Firm Size, Dividend Policy And Liquidity On Firm Value: Evidence From Manufacturing Companies In Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11(6), 325–338.
- Al-Jaifi, H. A. (2017). Ownership Concentration, Earnings Management And Stock Market Liquidity: Evidence From Malaysia. *Corporate Governance (Bingley)*, 17(3), 490–510. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2016-0139>.
- Apollo, dan Sundari. (2020). *Perumusan Teori Akuntansi The Positive Accounting Theory*. Kompasiana.Com. <https://www.kompasiana.com/pororo93/5e85ba7d097f362b086f0192/tugas-mata-kuliah-prof-dr-apollo-daito-perumusan-teori-akuntansi-the-positive-accounting-theory>.
- Arlita, R., Bone, H., dan Kesuma, A. I. (2019). Pengaruh Good Corporate Governance dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Akuntabel*, 16(2), 238–248. <https://doi.org/10.21067/jrma.v6i2.4218>.
- Atin, T., dan Pujiono, P. (2022). Analisis Laba Bersih dan Manajemen Laba Model Jones Dimodifikasi Untuk Keputusan Investasi Pada Sektor Agrikultur Di BEI Setelah Implementasi Full IFRS. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 6(3), 1580–1590. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i3.940>.
- Berglund, T. (2020). Liquidity And Corporate Governance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(3), 54. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030054>.
- Chhabra, S. (2016). Earningmanagement: A Study. *Splint International Journal of*



- Professionals I, III(11), 40–45.*
- Danil, A., dan Yusra, I. (2019). Pengaruh Kausal Antara Ukuran Perusahaan, Nilai Buku Dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Indonesia. *Ina Rxiv Papers*. <https://osf.io/preprints/inarxiv/>.
- Dewiyanti, S. (2021). *Positive Accounting Theory*. Accounting.Binus.Ac.Id. <https://accounting.binus.ac.id/2021/11/15/positive-accounting-theory/>.
- Febriyanti, G. A. (2020). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Harga Saham dan Aktivitas Volume Perdagangan (Studi kasus saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia). *Indonesia Accounting Journal*, 2(2), 204. <https://doi.org/10.32400/iaj.30579>
- Harmono. (2017). *Manajemen Keuangan Berbasis Balance*. Jakarta, PT Bumi Angkasa Raya.
- Hung, K., Yang, C. W., Zhao, Y., and Lee, K.-H. (2018). Risk Return Relationship in the Portfolio Selection Models. *Theoretical Economics Letters*, 08(03), 358–366. <https://doi.org/10.4236/tel.2018.83025>.
- Huynh, Q. L. (2020). A Triple Of Corporate Governance, Social Responsibility And Earnings Management. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.29>.
- Izza, F. N. (2016). Analisis Pengaruh Stock Split Terhadap Likuiditas Saham Dan Future Profitability Perusahaan [Universitas Negeri Yogyakarta]. In *Program Studi Manajemen, FE-UNY* (Issue Stock split). https://eprints.uny.ac.id/45839/1/FatimaNurIzza_12808141002.pdf.
- Khan, R. E. A., and Ali, R. (2016). Causality Analysis of Volatility in Exchange Rate and Stock Market Prices: A Case Study of Pakistan. *Asian Economic and Financial Review*, 5(5), 805–815. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr/2015.5.5/102.5.805.815>.
- Lavinda. (2021). BEI: Bursa Likuid, Nilai Transaksi Saham Naik 45% pada Tahun Ini. *Katadata.Co.Id*.
- Marozva, G. (2019). Liquidity And Stock Returns: New Evidence From Johannesburg Stock Exchange. *The Journal of Developing Areas*, 53(2), 79–90. <https://doi.org/10.1353/jda.2019.0022>.
- Mohsan, T., Farid, S., and Hayat, S. (2020). Transparency, Stock Liquidity And Firm Value In Crisis Period: Evidence From Pakistan Stock Exchange. *The Global Management Journal for Academic and Corporate Studies*, 10(2), 84–98.
- Nurfadillah, M., dan Anisa, M. (2018). Pengaruh Risiko Sistematis dan Likuiditas Terhadap Return Saham Pada PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk Di Bursa Efek Indonesia The Influence Of Systematic Risk And Liquidity On Stocks Return On PT. Bank Muamalat Indonesia, Tbk'S Shares in Indonesia Stock Ex. *Jurnal Ekonomi Manajemen*, 12(1).
- Octadianto, A. A., dan Laila, N. (2016). ROA dan PBV Serta Pengaruhnya Terhadap Likuiditas Saham Perusahaan Real Estate di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 5(3), 248–253.
- Purwanti, T. (2021). Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Perdagangan Go Public. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 5(02), 858. <https://doi.org/10.29040/jie.v5i2.2810>.
- Purwanto, E., and Purwanto, A. D. B. (2020). An Investigative Study On Sustainable Competitive Advantage Of Manufacture Companies In Indonesia. *Business: Theory and Practice*, 21(2), 633–642. <https://doi.org/10.3846/btp.2020.12256>.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods For Business: A skill building*



- approach* (17th ed.). John Wiley & Sons.
- Sembiring, S., dan Trisnawati, I. (2019). Faktor - Faktor yang mempengaruhi Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntans*, 21(1a-2), 173–184. <https://doi.org/10.36406/jam.v17i01.274>.
- Sidhu, M. K. (2016). Corporate Governance And Stock Market Liquidity. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 5(3). <https://doi.org/10.21863/jcar/2016.5.3.033>.
- Suffian, M. T. M., Rahman, R. A., Tarmizi, M. A., Omar, N., Naomi, P., Akbar, I., and Mayasari, I. (2023). Earnings Management: A Study From Bibliometric Analysis. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 13(1). <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v13-i1/16141>.
- Sugiyono. (2018). *Metode Penelitian Pendidikan : Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Syarif, A., Zulfikri, F., Tryanda, D., dan Patria, H. (2022). Analisis Optimasi Portofolio Sebelum dan Sesudah Covid19: Studi pada Perusahaan Sektor Kesehatan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Terapan Indonesia*, 5(1), 51–63. <https://doi.org/10.18196/jati.v5i1.13239>.
- Tjahjono, R. S., dan Wijaya, R. (2022). Faktor-Faktor yang Memengaruhi Nilai Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi TSM*, 2(2), 1–8.
- Wiratno, D. H., dan Yustrianthe, R. H. (2022). Price Earning Ratio, Ukuran dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 4(12), 5587–5595. <https://doi.org/10.32670/fairvalue.v4i12.2097>.

