

PENGARUH ASIMETRI DARI PERBEDAAN *MARKET* DAN *BOOK* *LEVERAGE* TERHADAP *BOOK LEVERAGE*

Monica Shendiana Sugianto¹⁾, Kim Sung Suk²⁾

¹⁾ Program Studi Manajemen/Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pelita Harapan

²⁾ Magister Manajemen/Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pelita Harapan

¹⁾²⁾ Jl. MH. Thamrin Boulevard 1100, Kelapa Dua, Karawaci, Tangerang, Banten 15811

Diterima 31 Juli 2019/ Disetujui 02 September 2019

ABSTRACT

This article examines the impact of market leverage and book leverage spread to the adjustment of book leverage. A sample of 352 listed companies in Bursa Efek Indonesia (BEI) over the period, 2000 to 20017 is used. The article applies the partial adjustment model to capture changes from book leverage. GMM (Generalized Method of Moments) is used as regression method to estimate the parameter. According to Welch (2004), companies will not take any action as a response to the spread of market leverage and book leverage which was caused by a fluctuation of stock price. In contrast, this article shows that the spread of market leverage and book leverage has an asymmetrical impact to the adjustment of book leverage. When market leverage decreases until it falls under the book leverage, there will be adjustment for the book leverage. The results are consistent with Ferris et al. (2018), who stated that the spread of market leverage and book leverage is caused by firm's future growth opportunities that will decrease the market leverage. Because that situation has not been captured in the book leverage, Ferris et al. (2018) said that the adjustment for book leverage is needed. But in the other hand, there will not be any adjustment needed when market leverage increases.

Keywords; *Book Leverage, GMM, Market Leverage, Struktur Modal*

ABSTRAK

Artikel ini meneliti mengenai pengaruh dari perbedaan antara *market leverage* dan *book leverage* terhadap penyesuaian *book leverage*. Data yang digunakan adalah data perusahaan yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2000 sampai tahun 2017 dengan jumlah sampel perusahaan sebesar 352 perusahaan. Artikel ini menggunakan model regresi penyesuaian parsial (*partial adjustment model*) untuk menangkap perubahan dari *book leverage*. Metode regresi yang digunakan adalah GMM (*Generalized Method of Moments*) untuk mengestimasi parameter. Menurut Welch (2004), perusahaan tidak akan turun tangan untuk menanggapi perbedaan antara *market leverage* dan *book leverage* sebagai dampak dari perubahan harga saham. Namun hasil pengolahan data dalam artikel menunjukkan hal yang berbeda yaitu perbedaan antara *market leverage* dan *book leverage* memiliki pengaruh yang asimetri terhadap penyesuaian *book leverage* oleh perusahaan. Dalam keadaan *market leverage* yang menurun hingga lebih kecil dibandingkan *book leverage* akan dilakukan penyesuaian pada *book leverage*. Hasil penelitian ini konsisten dengan Ferris et al. (2018) yang mengatakan bahwa perbedaan antara *market leverage* dan *book leverage* terjadi akibat adanya kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa depan yang akan menurunkan *market leverage* namun tidak tertangkap dalam *book leverage* sehingga perlu dilakukan penyesuaian terhadap *book leverage* tersebut. Namun dalam keadaan sebaliknya, tidak ada perubahan yang terjadi saat *market leverage* memiliki peningkatan.

Kata Kunci; *Book Leverage, GMM, Market Leverage, Struktur Modal.*

PENDAHULUAN

Terdapat dua pengukuran yang dapat digunakan untuk menghitung struktur modal perusahaan yaitu *market* dan *book leverage ratio*. Kedua rasio tersebut dalam keadaan sempurna akan memiliki nilai yang serupa. Namun dalam keadaan pasar sesungguhnya akan muncul perbedaan antara keduanya yang disebabkan oleh perubahan harga saham [3]. Saat harga saham berubah akan mempengaruhi nilai dari ekuitas yang pada akhirnya mengubah nilai dari *market leverage ratio*. Perbedaan tersebut akan membuat *debt equity ratio* perusahaan berfluktuasi, maka dari itu manajer akan melakukan penyesuaian terhadap *book leverage ratio* perusahaan untuk mengatasi hal tersebut [4]. Sebaliknya, terdapat penelitian yang mengatakan bahwa perusahaan tidak akan turun tangan untuk menanggapi adanya perbedaan antara *market* dan *book leverage* sebagai dampak dari perubahan harga saham [7]. Karena terdapat pertentangan dalam penelitian sebelumnya, artikel ini ingin mengkaji ulang apakah perbedaan *market* dan *book leverage* berpengaruh terhadap perubahan *book leverage*. Secara khusus diteliti pula dalam kondisi apa saja yang memungkinkan perusahaan melakukan penyesuaian untuk menyeimbangkan kedua rasio *leverage ratios* tersebut dan mencegah fluktuasi dari *debt equity ratio* perusahaan.

Artikel ini menggunakan model regresi penyesuaian parsial untuk menangkap perubahan dari *book leverage*. Selain itu, digunakan metode regresi GMM (*Generalized Method of Moments*) dalam mengestimasi parameter untuk mengatasi masalah endogenitas yang ada sehingga parameter menjadi tidak bias.

*Korespondensi Penulis:
Email : monica.shendiana@gmail.com,
sungsuk.kim@uph.edu

METODE PENELITIAN

Hubungan *Market* dan *Book Leverage*

Nilai sebuah perusahaan terdiri dari dua hal yaitu nilai dari *assets in place* dan nilai saat ini dari kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa depan (*present value of future growth opportunities*). Kedua nilai perusahaan tersebut digunakan untuk menghitung *leverage ratios* perusahaan. Nilai buku dari aktiva perusahaan mewakili nilai dari *assets in place* yang digunakan dalam perhitungan *book leverage ratio*. Sedangkan nilai pasar dari aktiva perusahaan mewakili nilai dari *assets in place* dan nilai saat ini dari kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di masa depan [6]. Dengan demikian dapat terlihat bahwa *book leverage ratio* tidak mencerminkan keadaan perekonomian perusahaan sesungguhnya karena tidak dapat menangkap kesempatan pertumbuhan perusahaan di masa depan dan tidak menangkap pergerakan pasar sehingga akan ada perbedaan nilai antara *book leverage ratio* dan *market leverage ratio* [4].

Hal tersebut didukung pula dengan adanya hubungan yang negatif antara tingkat *leverage* perusahaan dengan opsi perusahaan untuk bertumbuh. Hal itu disebabkan karena adanya masalah *underinvestment* [3]. Saat nilai perusahaan meningkat karena tambahan opsi perusahaan untuk bertumbuh dengan kondisi dimana *asset in place* tidak berubah, akan disertai dengan peningkatan biaya yang muncul karena masalah *underinvestment* dan penurunan keuntungan yang didapatkan dari utang. Hal tersebut terjadi jika opsi perusahaan untuk bertumbuh diiringi dengan tingkat *leverage* yang tinggi. Sehingga manajer akan menggunakan lebih sedikit utang dalam investasi untuk menghindari masalah tersebut [2]. Maka bertambahnya opsi perusahaan untuk bertumbuh akan mengurangi tingkat maksimum dari total utang perusahaan, walaupun nilai perusahaan secara keseluruhan bertambah. Hubungan tersebut terlihat melalui *market leverage ratio* karena rasio tersebut telah mencakup hasil perhitungan berdasarkan kedua nilai perusahaan. Sedangkan *book leverage* yang

tidak dapat menangkap adanya kesempatan pertumbuhan perusahaan di masa depan sehingga tidak menangkap hubungan negatif tersebut [6]. Dengan demikian akan terdapat perbedaan antara *market* dan *book leverage* yang dapat menyebabkan *debt equity ratio* perusahaan berfluktuasi. Untuk mencegah hal tersebut manajer akan melakukan penyesuaian terhadap *book leverage*. Sehingga terdapat pengaruh perusahaan yang dapat dijelaskan terhadap perubahan struktur modal perusahaan yang terlihat dari penyesuaian *book leverage*. Hal ini terbukti dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ferris et al. (2018), yaitu dilakukan penyesuaian terhadap *book leverage* melalui pengaturan *working capital*, ekuitas dan utang [4]. Tinjauan literatur tersebut menjadi dasar untuk hipotesis berikut:

Hipotesis 1 : Terdapat pengaruh dari perbedaan *market leverage* dan *book leverage* terhadap *book leverage*.

Sebaliknya, perusahaan yang memiliki penurunan dalam harga saham, secara umum disertai pula dengan penurunan pendapatan perusahaan sehingga mengurangi laba ditahan dan berakhir pada penurunan nilai buku dari ekuitas. Dengan demikian penurunan harga saham sudah tertangkap baik dalam pengukuran menggunakan *book leverage* maupun *market leverage* sehingga dalam keadaan ini nilai keduanya tidak akan memiliki perbedaan yang berarti sehingga tidak diperlukan lagi penyesuaian terhadap *book leverage* dalam situasi ini [4]. Maka penyesuaian yang terjadi pada *book leverage* sehubungan dengan perbedaan antara *market* dan *book leverage* ini terjadi secara asimetri. Tinjauan literatur tersebut menjadi dasar untuk hipotesis berikut:

Hipotesis 2 : Terdapat pengaruh yang asimetri dari perbedaan *market leverage* dan *book leverage* terhadap *book leverage*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data dan Empirical Model

Berikut ini penjelasan mengenai data dan model empiris yang digunakan dalam artikel.

1. Data

Dalam artikel ini menggunakan data laporan keuangan perusahaan tahunan dengan periode tahun 2000-2017. Perusahaan yang digunakan merupakan seluruh perusahaan tercatat dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Dikecualikan sektor industri yang diregulasi oleh pemerintah yaitu sektor industri keuangan, sektor industri infrastruktur, utilitas, dan transportasi. Dikecualikan pula subsektor industri yang memiliki kurang dari tiga perusahaan tercatat di dalamnya sehubungan dengan perhitungan industri median *book leverage* yang menjadi salah satu variabel dalam artikel ini. Terdapat 352 dari 540 perusahaan yang digunakan dalam pengolahan data artikel. Digunakan pula data makroekonomi berupa Produk Domestik Bruto (PDB) di Indonesia pada periode tahun 2000-2017 untuk menangkap resesi di Indonesia.

2. Pengaruh Perbedaan *Market & Book Leverage* Terhadap *Book Leverage*

Artikel ini secara khusus meneliti hubungan antara perbedaan *market* dan *book leverage* terhadap penyesuaian *book leverage* dengan model empiris sebagai berikut:

$$B_{it} - B_{i(t-1)} = \lambda_0 + \beta(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) + \beta_{recession}(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) * recession_d + \varphi X_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Dalam model regresi tersebut $B_{it} - B_{i(t-1)}$ melambangkan perubahan pada *book leverage* dari periode t sampai t-1. Sedangkan $M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}$ melambangkan perbedaan antara *market* dan *book leverage* pada periode t dengan t-1. Variabel *book leverage* diukur dengan rasio antara total utang (utang jangka panjang dan utang jangka pendek) dengan nilai buku dari total aktiva perusahaan. Sedangkan *market leverage* diukur berdasarkan rasio antara total utang dengan jumlah nilai pasar dari ekuitas dan nilai buku dari total utang perusahaan [3].

Variabel *dummy* resesi yang dilambangkan dengan $recession_d$ diukur berdasarkan tiga pertumbuhan terendah dari PDB Indonesia dari tahun 2000-2017 yaitu tahun 2001, 2002, 2009.

Variabel kontrol yang digunakan dalam model regresi dilambangkan dengan $X_{i(t-1)}$ terdiri dari ukuran perusahaan, profitabilitas, volatilitas arus kas, *market to book*, tangibilitas aktiva, dan industri median *book leverage*. Ukuran perusahaan diukur menggunakan log dari penjualan. Profitabilitas diukur dengan rasio *operating income before depreciation* dengan nilai buku dari total aktiva. Volatilitas

diukur dengan standar deviasi dari rasio antara *operating income before depreciation* dengan total aktiva selama minimal 3 tahun dan maksimal 5 tahun. Variabel *market to book* diukur dengan nilai pasar ekuitas ditambahkan dengan total utang dibagi dengan nilai buku dari total aktiva. Tangibilitas aktiva diukur berdasarkan rasio antara *net properties, plants & equipments* dengan total aktiva. Industri median *book leverage* dihitung berdasarkan nilai median dari *book leverage* setiap subsektor industri yang terdapat dalam BEI setiap tahunnya yang minimal terdiri dari tiga perusahaan tercatat.

a. Pengaruh Asimetri Dari Perbedaan *Market & Book Leverage Terhadap Book Leverage*

Untuk meneliti lebih lanjut dari hasil analisa model regresi yang sebelumnya, maka diteliti pula mengenai kondisi – kondisi yang dapat memicu dilakukannya penyesuaian terhadap *book leverage* dengan adanya perbedaan antara *market* dan *book leverage* menggunakan model regresi berikut ini:

$$B_{it} - B_{i(t-1)} = \lambda_0 + \beta_{up}(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) \times (MLEv_{(t-1)} > BLEv_{(t-1)})_d + \beta_{down}(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) \times (MLEv_{(t-1)} < BLEv_{(t-1)})_d + \varphi X_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Variabel terikat yang digunakan sama seperti variabel terikat dalam model regresi sebelumnya. Namun berbeda untuk variabel bebas yang digunakan karena model regresi kedua ini memperhitungkan perbedaan *market* dan *book leverage* dalam keadaan *market leverage* lebih besar dari *book leverage* ($(MLEv_{(t-1)} > BLEv_{(t-1)})_d$) dan sebaliknya saat *market leverage* lebih kecil dari *book leverage* ($(MLEv_{(t-1)}$

$< BLEv_{(t-1)})_d$). Kedua keadaan tersebut diperhitungkan sebagai variabel *dummy* dari model regresi ini. Dalam model regresi ini digunakan pula variabel kontrol yang sama seperti model regresi sebelumnya yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, volatilitas arus kas, *market to book*, tangibilitas aktiva, dan industri median *book leverage*.

Pada bagian ini akan membahas hasil dan analisis dari pengolahan data yang telah dilakukan.

b. Pengukuran *Market & Book Leverage*

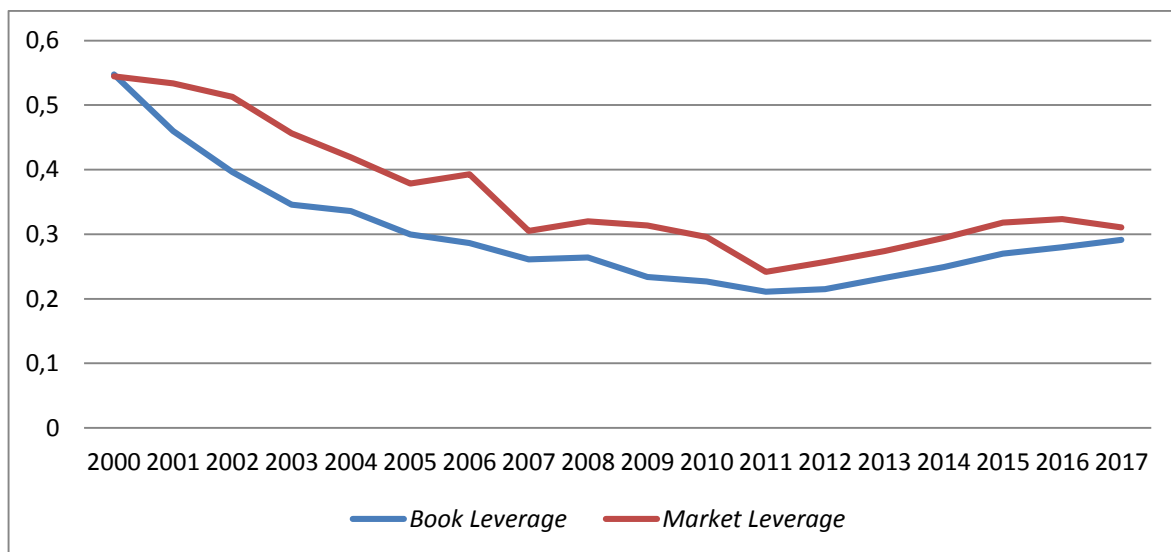
Pada Tabel 1, terdapat rangkuman statistik deskriptif dari variabel yang digunakan

dalam artikel ini. Dari Tabel 1 dapat diketahui bahwa perusahaan dalam sampel yang digunakan rata – rata memiliki total utang sebesar 28,03% dibandingkan dengan total aktiva perusahaan yang diukur dengan *book leverage*. Dengan demikian, secara rata – rata perusahaan dalam sampel lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan utang dalam struktur modal perusahaannya.

Tabel 1: Rangkuman Statistik Deskriptif

Tabel ini menunjukkan hasil rangkuman statistic deskriptif berupa jumlah observasi, nilai rata – rata (*mean*), standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum dari setiap variabel.

Variabel	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>Book Leverage</i> (BL)	4.239	0,280348	0,272688	0,000000	1,553755
<i>Market Leverage</i> (ML)	4.239	0,339360	0,291862	0,000000	0,967995
Profitabilitas	4.485	0,098239	0,106315	-0,220084	0,486359
Volatilitas Arus Kas	4.481	0,047849	0,046294	0,003988	0,272217
Tangibilitas	4.481	0,370991	0,233661	0,002367	0,910077
Ukuran Perusahaan	4.481	8,938720	0,826894	6,573884	10,59908
<i>Market to Book</i>	4.480	1,233853	1,412802	0,153844	10,27365
Industri Median <i>BL</i>	4.480	0,248928	0,133964	0,015584	0,640676



Gambar 1: Mean Market Leverage Versus Mean Book Leverage
 Sumber: hasil pengolahan peneliti sendiri (November, 2018)

Grafik di atas menunjukkan hubungan antara *market leverage* dan *book leverage* dari periode tahun 2000 hingga 2017 yang dihitung berdasarkan nilai rata – rata dari *market* dan *book leverage*.

Berdasarkan *market leverage*, rata – rata perusahaan dalam sampel memiliki total utang sebesar 33,94% dibandingkan dengan nilai pasar dari total aktiva perusahaan. Sama seperti *book leverage*, dalam *market leverage* pun dapat terlihat bahwa perusahaan dalam sampel lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan utang sebagai sumber pendanaan perusahaannya. Nilai rata – rata dari *market*

leverage tidak jauh berbeda dengan *book leverage* dan dapat lebih terlihat jelas dalam Gambar 1. Dalam Gambar 1 dapat terlihat bahwa *market leverage* sedikit lebih berfluktuasi dibandingkan dengan *book leverage* karena mengikuti pergerakan dari harga saham, namun keduanya memiliki pola pergerakan yang serupa. Didukung pula oleh korelasi antara keduanya terlihat dalam Tabel 2.

c. Penyesuaian Book Leverage

Tabel 2: Matriks korelasi antar variabel

	$B_{it} - B_{i(t-1)}$	$M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}$	<i>Book Leverage</i>	<i>Market Leverage</i>	Profitabilitas _(t-1)	Volatilitas Arus Kas _(t-1)	Tangibilitas _(t-1)	Ukuran Perusahaan _(t-1)	<i>Market to Book</i> _(t-1)	Industri Median BL _(t-1)
$B_{it} - B_{i(t-1)}$	1									
$M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}$	0,0350	1								
<i>Book Leverage</i>	0,2501	-0,1676	1							
<i>Market Leverage</i>	0,0873	0,3371	0,7783	1						
Profitabilitas _(t-1)	-0,0443	-0,1256	-0,2348	-0,2913	1					
Volatilitas Arus Kas _(t-1)	0,0006	-0,2556	0,0769	-0,0889	0,0679	1				
Tangibilitas _(t-1)	-0,0407	0,0428	0,2033	0,2214	-0,0045	-0,0094	1			
Ukuran Perusahaan _(t-1)	0,0103	0,0027	0,0589	0,0558	0,4107	-0,0988	0,0046	1		
<i>Market to Book</i> _(t-1)	0,0357	-0,4383	-0,0200	-0,2690	0,3346	0,2197	0,0067	0,0922	1	
Industri Median BL _(t-1)	-0,0847	0,1010	0,3992	0,4552	-0,0922	-0,0416	0,2647	0,0568	-0,1430	1

Pada bagian ini akan membahas hipotesis dan model regresi pertama dalam artikel ini

yaitu pengaruh dari perbedaan *market* dan *book leverage* terhadap *book leverage*.

Tabel 3: Penyesuaian Pada Book Leverage

Tabel ini menyajikan hasil pengolahan data model regresi pertama dengan model regresi GMM. Tingkat signifikan yang digunakan yaitu 10%*, 5%***, 1%****.

Variabel	Koefisien	Corrected Std. Err.	P> t
$M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}$	0,0414063	0,0208868	0,048**
$(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) \times recession_d$	0,0680735	0,0491112	0,167
Profitabilitas $_{(t-1)}$	-0,0731006	0,0301152	0,016**
Volatilitas Arus Kas $_{(t-1)}$	-0,014556	0,0720536	0,840
Tangibilitas $_{(t-1)}$	-0,0107571	0,0101478	0,290
Ukuran Perusahaan $_{(t-1)}$	0,0026443	0,0028017	0,346
Market to Book $_{(t-1)}$	0,0075253	0,0036396	0,039**
Industri Median Book Leverage $_{(t-1)}$	-0,0737504	0,0347248	0,034**

Pada hasil pengujian variabel selisih antara *market* dan *book leverage* dengan perubahan *book leverage* menunjukkan adanya hubungan yang signifikan positif antara keduanya yang terlihat dalam Tabel 3. Dapat diartikan setiap terjadi perubahan pada perbedaan antara *market* dan *book leverage* sebesar satu poin, maka akan terjadi perubahan pula pada perubahan *book leverage* dengan kecepatan penyesuaian sebesar 4,14% per tahun. Dengan demikian dapat terlihat bahwa adanya pengaruh dari perbedaan *market* dan *book leverage* terhadap penyesuaian *book leverage* sesuai dengan hipotesis pertama dalam artikel. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan hasil dari penelitian – penelitian sebelumnya yaitu manajer akan melakukan penyesuaian pada *book leverage* perusahaannya saat terdapat perbedaan antara nilai *market* dan *book leverage* perusahaan [2] serta sesuai dengan korelasi antara kedua variabel tersebut yang terdapat dalam Tabel 2.

Namun saat ditambahkan variabel *dummy* resesi menunjukkan hasil yang berbeda dengan sebelumnya. Dengan tambahan variabel *dummy* resesi ini terdapat hubungan yang tidak signifikan antara perbedaan *market* dan *book*

leverage dengan perubahan *book leverage*. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian dari Ferris et al. (2018) yang mengatakan sebaliknya [4]. Perbedaan hasil pengujian dengan variabel *dummy* resesi tersebut dapat diakibatkan oleh periode pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini tidak menangkap secara detail mengenai dampak resesi yang terjadi di Indonesia. Selain itu perbedaan hasil tersebut juga dapat terjadi karena adanya perbedaan keadaan makroekonomi dan mikroekonomi dari sampel. Dalam penelitiannya Ferris et al. (2018) menggunakan perusahaan – perusahaan yang terdapat di wilayah Amerika Serikat sedangkan dalam artikel ini digunakan sampel penelitian yang berada di Indonesia. Resesi dapat memberikan dampak yang berbeda terhadap keadaan kedua negara tersebut. Perbedaan negara pun dapat memiliki perbedaan standar akuntansi, kebijakan dan regulasi mengenai kapasitas utang perusahaan, praktik ekonomi yang terjadi, serta perbedaan dalam keadaan perekonomian setiap negara. Oleh karena itu dapat terjadi perbedaan hasil penelitian sehingga dalam artikel ini resesi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap penyesuaian *book*

leverage akibat adanya perbedaan antara *market* dan *book leverage*.

Dari hasil model regresi pertama ini dapat disimpulkan bahwa perbedaan dari *market* dan *book leverage* berpengaruh terhadap perubahan *book leverage* sesuai dengan hipotesis dantinjauan literatur yang telah dijelaskan sebelumnya.

d. Penyesuaian Asimetri Book Leverage

Bagian ini akan membahas hasil pengolahan dari hipotesis dan model regresi kedua dalam penelitian yaitu pengaruh yang asimetri dari perbedaan *market leverage* dan *book leverage* terhadap *book leverage* yang disajikan dalam Tabel 3.

Variabel perbedaan *market* dan *book leverage* dengan variabel *dummy market leverage* yang lebih kecil dari *book leverage* menunjukkan hubungan yang signifikan positif terhadap perubahan *book leverage*. Hasil ini konsisten dengan hasil model regresi pertama yaitu adanya hubungan antara kedua variabel tersebut. Namun dalam model regresi ini secara khusus dilihat bahwa pengaruh dari perbedaan *market* dan *book leverage* terjadi saat *market leverage* lebih kecil dari *book leverage* perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian dari Ferris et al. (2018) yang mengatakan bahwa perbedaan tersebut terjadi akibat adanya kesempatan perusahaan untuk bertumbuh di

masa depan yang akan menurunkan *market leverage* namun tidak tertangkap dalam *book leverage* sehingga perlu dilakukan penyesuaian terhadap *book leverage* tersebut [4].

Pada variabel kedua yaitu perbedaan *market* dan *book leverage* dengan variabel *dummy market leverage* yang lebih besar dari *book leverage* menunjukkan hubungan yang tidak signifikan terhadap perubahan *book leverage*. Hal ini sesuai dengan hipotesis kedua yaitu penyesuaian pada *book leverage* karena pengaruh dari perbedaan *market* dan *book leverage* terjadi secara asimetri. Dalam penelitiannya Ferris et al. (2018) pun mengatakan hal yang sama yaitu saat terjadi penurunan harga saham yang berdampak pada peningkatan *market leverage* telah tercatat dalam nilai buku perusahaan melalui penurunan pendapatan serta pencatatan laba ditahan. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu menyesuaikan kembali *book leverage* perusahaan [4]. Maka sesuai dengan hasil penelitian ini, perusahaan tidak melakukan perubahan pada *book leverage* dalam keadaan *market leverage* yang lebih besar dari *book leverage* sehingga penyesuaian pada *book leverage* perusahaan terjadi secara asimetri.

Tabel 4: Penyesuaian Asimetri Pada Book Leverage

Tabel ini menyajikan hasil pengolahan data model regresi kedua dengan model regresi GMM. Tingkat signifikan yang digunakan yaitu 10%*, 5%** , 1%***.

Variabel	Koefisien	Corrected Std. Err.	P> t
$(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) \times (MLev_{(t-1)} < BLev_{(t-1)})_d$	0,2118468	0,0589685	0,000***
$(M_{i(t-1)} - B_{i(t-1)}) \times (MLev_{(t-1)} > BLev_{(t-1)})_d$	-0,0143734	0,0321121	0,655
Profitabilitas $_{(t-1)}$	-0,1074910	0,0475194	0,024**
Volatilitas Arus Kas $_{(t-1)}$	0,0524663	0,0684780	0,444
Tangibilitas $_{(t-1)}$	-0,0106475	0,0149258	0,476
Ukuran Perusahaan $_{(t-1)}$	0,0046186	0,0035966	0,200
Market to Book $_{(t-1)}$	0,0095100	0,0045745	0,038**
Industri Median Book Leverage $_{(t-1)}$	-0,0606955	0,0325803	0,063*

Pada variabel kedua yaitu perbedaan *market* dan *book leverage* dengan variabel *dummy market leverage* yang lebih besar dari *book leverage* menunjukkan hubungan yang tidak signifikan terhadap perubahan *book leverage*. Hal ini sesuai dengan hipotesis kedua yaitu penyesuaian pada *book leverage* karena pengaruh dari perbedaan *market* dan *book leverage* terjadi secara asimetri. Dalam penelitiannya Ferris et al. (2018) pun mengatakan hal yang sama yaitu saat terjadi penurunan harga saham yang berdampak pada peningkatan *market leverage* telah tercatat dalam nilai buku perusahaan melalui penurunan pendapatan serta pencatatan laba ditahan. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu menyesuaikan kembali *book leverage* perusahaan [4]. Maka sesuai dengan hasil penelitian ini, perusahaan tidak melakukan perubahan pada *book leverage* dalam keadaan *market leverage* yang lebih besar dari *book leverage* sehingga penyesuaian pada *book leverage* perusahaan terjadi secara asimetri.

Dapat disimpulkan bahwa pengaruh dari perbedaan *market* dan *book leverage* terhadap perubahan *book leverage* terjadi secara asimetri yaitu hanya saat keadaan *market leverage* lebih rendah dari *book leverage*. Dapat terlihat pula dari hasil kedua model regresi yang telah dilakukan bahwa penyesuaian pada *book leverage* akan semakin terlihat dalam profitabilitas dan industri median *book leverage* yang rendah serta dalam *market to book* yang tinggi.

KESIMPULAN

Bagian ini merupakan kesimpulan dari seluruh analisis dan hasil dari penelitian dalam Artikel ini. Berdasarkan hasil pengolahan data, analisa dan pembahasan pada sampel dengan

periode tahun 2000-2017, dapat diambil kesimpulan bahwa perbedaan *market* dan *book leverage* berpengaruh terhadap penyesuaian *book leverage* perusahaan yang dilakukan oleh manajer. Namun penyesuaian *book leverage* tersebut terjadi secara asimetri yaitu saat kondisi *market leverage* lebih rendah dari *book leverage* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
- [2] Barclay, M. J., Smith, Jr, C. W., & Morellec, E. (2006). On the debt capacity of growth options. *The Journal of Business*, 79(1), 37-60.
- [3] Cai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 391-402.
- [4] Ferris, S. P., Hanousek, J., Shamshur, A., & Tresl, J. (2018). Asymmetries in the Firm's use of debt to changing market values. *Journal of Corporate Finance*, 48, 542-555.
- [5] Hill, R. C., Griffiths, W. E., Lim, G. C., & Lim, M. A. (2008). *Principles of econometrics (4th ed.)*. Hoboken, NJ: Wiley.
- [6] Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- [7] Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 1

Versi Online: <http://journal.ubm.ac.id/>
Hasil Penelitian

Journal of Business and Applied Management
Vol.12 (No. 2) : 116 – 201 Th. 2019
p-ISSN: 1979-9543
e-ISSN: 2621-2757