

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 75 perusahaan. Statistik ringkasan untuk

sampel dapat dilihat dalam Tabel 4.1 yang menunjukkan statistik untuk rasio hutang terhadap total kapital (*leverage*) berdasarkan *credit rating* dalam sampel tersebut.

Tabel 4.1

Statistik Ringkasan Sampel - *Credit Ratings dan Leverage*

2005 - 2008

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
Jumlah Perusahaan	1	7	2	4	10	9
Persentase	1.33%	9.33%	2.67%	5.33%	13.33%	12.00%
Hutang/(Hutang+Ekuitas)						
Mean	20.86%	39.24%	31.52%	49.34%	34.87%	44.92%
Median	20.86%	46.43%	31.52%	52.38%	29.00%	43.92%
Std dev.		17.62%	32.67%	29.20%	23.11%	17.72%

	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB
Jumlah Perusahaan	22	10	7	3		
Persentase	29.33%	13.33%	9.33%	4.00%		

Hutang/(Hutang+Ekuitas)				
Mean	32.99%	48.08%	47.68%	58.07%
Median	31.13%	58.51%	45.43%	64.97%
Std dev.	21.47%	24.91%	9.19%	19.88%

	BB-	B+	B	B-	dibawah CCC+
Jumlah Perusahaan					
Persentase					
Hutang/(Hutang+Ekuitas)					
Mean					
Median					
Std dev.					

Sumber: Pengolahan data dengan *Microsoft Excel*

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa sampel tidak sepenuhnya terdistribusi secara sempurna. *Rating* terendah yang terdapat dalam sampel ini adalah BBB-. Tidak ada sampel yang memiliki rating BB+ atau lebih rendah dari BB+. Tabel di atas juga menunjukkan bahwa lebih dari 25% dari 75 perusahaan sampel terletak pada satu kategori *rating*, yaitu A-, sehingga ada kemungkinan bahwa hasil dari penelitian ini didominasi oleh satu kategori *rating* tertentu. Dari sisi *leverage*, dapat dilihat bahwa median rasio hutang terhadap total kapital dari setiap kategori *rating* cukup bervariasi, mulai dari sekitar 20% hingga 60%. Varians dalam setiap kategori *rating* untuk rasio *leverage* secara umum cukup tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa potensi perbedaan dalam setiap kategori *rating* dalam sampel ini cukup signifikan.

4.2 Analisa Statistik *Output* Regresi

4.2.1 *Plus or Minus Tests (POM Tests)*

Pada penelitian pertama ini dilakukan analisis regresi antara variabel dependen dengan variabel independen, dimana NetDiss, yaitu rasio selisih penerbitan hutang bersih dengan ekuitas (*net issuance of debt versus equity*) terhadap total aset, sebagai variabel dependen yang merupakan proksi dari keputusan struktur modal serta variabel *dummy credit rating* dan beberapa variabel *control* sebagai variabel dependen.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, untuk melakukan test ini, dibuat kategorisasi rating yang terdiri dari tiga kategori yaitu; *Plus*, *Minus*, dan *Plus or Minus* (POM). Analisa akan dilakukan terhadap tiga pengujian regresi, tabel-tabel berikut merupakan hasil dari pengujian regresi tersebut:

Tabel 4.2

Output Plus or Minus Test 1

Dependent Variable: NETDISS

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:40

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.595599	0.292079	2.039170	0.0452
CRPOM	-0.039269	0.041715	-0.941360	0.3498

LEVERAGE	0.618090	0.089535	6.903311	0.0000
PROFIT	0.392266	0.262806	1.492606	0.1400
SIZE	-0.052986	0.020852	-2.541078	0.0133
<hr/>				
R-squared	0.428834	Mean dependent var	0.064927	
Adjusted R-squared	0.396196	S.D. dependent var	0.196729	
S.E. of regression	0.152868	Akaike info criterion	-0.854144	
Sum squared resid	1.635803	Schwarz criterion	-0.699645	
Log likelihood	37.03041	F-statistic	13.13906	
Durbin-Watson stat	1.923769	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Sebelum dianalisa, dilakukan beberapa pengujian untuk memastikan bahwa model telah menghasilkan output regresi yang optimal. Pengujian tersebut selanjutnya akan dijelaskan pada bagian Uji Validitas Model.

Setelah diperoleh hasil pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih rendah dari α (5%). Hal ini berarti variabel independent yang terdapat dalam model tersebut secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel dependen (NetDiss). Dengan tingkat kepercayaan 95%, *credit rating*, *leverage*, profitabilitas, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.4288 yang berarti bahwa model tersebut berhasil hampir 43% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal.

Sementara sebesar 57% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Untuk mengetahui bagaimana efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, maka yang harus diperhatikan adalah nilai signifikansi dari Uji-T dan koefisien yang dihasilkan. Dari kelima variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah konstanta (C), LEVERAGE, dan ukuran perusahaan (SIZE). Hal ini berarti bahwa masing-masing dari ketiga variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (NetDiss). Koefisien LEVERAGE yang menunjukkan angka 0.618 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan positif antara proporsi penggunaan hutang (leverage) dan keputusan struktur modal.

Dari koefisien SIZE sebesar -0.053 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan keputusan struktur modal. Yakni bahwa perusahaan dengan *size* yang besar, yang diukur dengan melogaritma naturalkan *sales*, menerbitkan hutang relatif lebih sedikit terhadap ekuiti. Setiap kenaikan penjualan sebesar 100%, maka akan terjadi penerbitan hutang 5.3% lebih sedikit relatif terhadap ekuiti, atau terjadi penerbitan ekuiti yang lebih besar 5.3% relatif terhadap hutang.

Tetapi fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal menghasilkan hasil yang tidak sesuai dengan penelitian Kisgen (2006) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mendekati perubahan *credit rating* akan lebih konservatif dalam penerbitan hutang. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRPOM diatas α (5%), mengindikasikan bahwa *credit rating* secara statistik tidak mempengaruhi dengan signifikan keputusan struktur modal (NetDiss).

Tabel 4.3

Output Plus or Minus Test 2

Dependent Variable: NETDISS

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:44

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.640568	0.290730	2.203305	0.0309
CRPLUS	-0.014518	0.045550	-0.318733	0.7509
CRMINUS	-0.073648	0.045680	-1.612251	0.1115
LEVERAGE	0.607458	0.088911	6.832192	0.0000
PROFIT	0.326446	0.264785	1.232871	0.2218
SIZE	-0.054984	0.020722	-2.653464	0.0099
R-squared	0.446780	Mean dependent var	0.064927	
Adjusted R-squared	0.406691	S.D. dependent var	0.196729	
S.E. of regression	0.151533	Akaike info criterion	-	0.859402
Sum squared resid	1.584405	Schwarz criterion	-	0.674003
Log likelihood	38.22757	F-statistic	11.14486	
Durbin-Watson stat	1.820548	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Sama seperti sebelumnya, setelah diperoleh hasil pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah valid dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih rendah dari α (5%). Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan 95%, CRPLUS, CRMINUS, LEVERAGE, PROFIT, dan SIZE secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (NETDISS). Dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.4468 yang berarti bahwa model tersebut berhasil hampir 45% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 55% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dari nilai signifikansi dari Uji-T. Dari keenam variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah konstanta (C), LEVERAGE, dan ukuran perusahaan (SIZE). Hal ini berarti bahwa masing-masing dari ketiga variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (NetDiss). Koefisien LEVERAGE yang menunjukkan angka 0.607 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan positif antara proporsi penggunaan hutang (*leverage*) dan keputusan struktur modal.

Dari koefisien SIZE sebesar -0.055 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan keputusan struktur modal. Yakni bahwa perusahaan dengan *size* yang besar, yang diukur dengan melogaritma naturalkan *sales*, menerbitkan hutang relatif lebih sedikit terhadap ekuiti. Setiap

kenaikan penjualan sebesar 100%, maka akan terjadi penerbitan hutang 5.5% lebih sedikit relatif terhadap ekuiti, atau terjadi penerbitan ekuiti yang lebih besar 5.5% relatif terhadap hutang.

Tetapi fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal menghasilkan hasil yang tidak signifikan. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRPLUS dan CRMINUS diatas α (5%), mengindikasikan bahwa *credit rating* perusahaan yang mendekati kenaikan atau *upgrade* (CRPLUS) dan penurunan atau *downgrade* (CRMINUS) tidak mempengaruhi dengan signifikan keputusan struktur modal (NETDISS). Begitupun dengan hasil *Prob.t-Statistic* salah satu variabel *control* PROFIT juga tidak menghasilkan hasil yang signifikan karena bernilai lebih besar daripada α (5%).

Tabel 4.4

Output Plus or Minus Test 3

Dependent Variable: NETDISS

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:46

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	t			
C	0.116739	0.046165	2.528749	0.0136

CRPOM	-0.068174	0.052955	-1.287410	0.2020
R-squared	0.022200	Mean dependent var	0.064927	
Adjusted R-squared	0.008806	S.D. dependent var	0.196729	
S.E. of regression	0.195861	Akaike info criterion	-	0.396520
Sum squared resid	2.800387	Schwarz criterion	-	0.334720
Log likelihood	16.86950	F-statistic	1.657424	
Durbin-Watson stat	1.850417	Prob(F-statistic)	0.202018	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Setelah dilakukan pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih besar dari α (5%). Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut tidak secara bersama sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan 95%, konstanta dan CRPOM tidak secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (NETDISS). Dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.022 yang berarti bahwa model tersebut hanya berhasil 2% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 98% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model. Hal ini mengindikasikan bahwa *credit rating* (CRPOM) tidak secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal. Indikasi ini juga didukung dengan hasil Uji-T dengan nilai *Prob.t-*

Statistic CRPOM yang lebih besar dari α (5%) yaitu 0.2. Hal ini berlawanan dengan hasil penelitian Kisgen (2006) dimana *credit rating* secara statistik dan ekonomi mempengaruhi keputusan struktur modal.

Hasil Uji-F yang menyatakan tidak signifikan dan nilai *R-squared* yang relatif kecil ini dikarenakan di dalam model hanya terdapat satu variabel independen sehingga kurang optimal dalam menjelaskan variabel dependen dan merepresentasikan sebuah model persamaan regresi dalam penelitian.

Dari ketiga penelitian di atas, dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian tidak sesuai dengan apa yang diharapkan. Hubungan signifikan yang negatif pada variabel *credit rating* tidak terjadi pada penelitian ini. ***Credit rating tidak memiliki pengaruh dan hubungan yang signifikan pada keputusan struktur modal perusahaan non-keuangan di Indonesia.***

4.2.1.1 Uji Validitas Model

Sebelum menganalisa hasil regresi, penulis terlebih dahulu melakukan uji validitas model untuk memastikan bahwa model yang dibuat berdasarkan sampel yang diambil memang dapat merepresentasikan populasi, dan diharapkan menjelaskan keadaan yang sebenarnya. Seperti yang telah dijelaskan dalam Bab 3, setelah mendapatkan hasil regresi di atas, maka selanjutnya adalah menguji asumsi tentang *error* yang dicerminkan oleh masalah-masalah yang mungkin timbul dalam melakukan analisis regresi, yakni heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

a. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah kondisi dimana varians dari *error* tidak konstan (Gujarati, 2003). Untuk mengujinya, salah satu caranya adalah dengan menggunakan *White's Heteroscedasticity Test*. Hasil pengujianya dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.5

Output Uji White Heteroscedasticity Plus or Minus Test 1

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.191496	Probability	0.307312
Obs*R-squared	15.18783	Probability	0.295774

Dapat dilihat pada tabel di atas bahwa probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti tidak terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi.

Tabel 4.6

Output Uji White Heteroscedasticity Plus or Minus Test 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.096181	Probability	0.377185
Obs*R-squared	8.796487	Probability	0.359754

Sama seperti hasil uji white model pertama, juga tidak ditemukan adanya masalah heteroskedastis dalam model ini. Hal ini dicerminkan dengan hasil probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti persamaan model regresi terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4.7

Output Uji White Heteroscedasticity Plus or Minus Test 3

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.482576	Probability	0.489463
-------------	----------	-------------	----------

Obs*R-squared 0.492542 Probability 0.482796

Karena probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti juga tidak terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi ketiga ini.

b. Autokorelasi

Autokorelasi adalah kondisi dimana terdapat korelasi antar *error* pada waktu yang berbeda (Gujarati, 2003). Karena data penelitian merupakan data *cross sectional* yang merupakan data yang diambil pada satu titik waktu (Brooks, 2006), maka permasalahan autokorelasi menjadi kurang relevan dalam model regresi. Namun tetap perlu dilihat permasalahan autokorelasi untuk memastikan nilai *Durbin-Watson Statistic* berada pada nilai yang mendekati 2 ($1,5 < DW\text{-statistic} < 2,5$), yang mengindikasikan tidak terdapat permasalahan autokorelasi. Berdasarkan ketiga tabel output hasil regresi *Plus or Minus Tests (POM Tests)* sebelumnya, dapat diketahui nilai *Durbin-Watson Statistic* pada POM Test 1 sebesar 1.9, POM Test 2 sebesar 1.8, dan *POM Test 3* sebesar 1.8 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi di dalam ketiga persamaan model regresi dalam penelitian.

c. Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah kondisi dimana terdapat hubungan linier antar variabel independen (Gujarati, 2003). Dalam penelitian ini, akan digunakan *correlation matrix* untuk melihat kemungkinan hubungan linier antar variabel independen.

Tabel 4.8

Output Correlation Matrix Plus or Minus Test 1

	CRPOM	LEVERAGE	NETDISS	PROFIT	SIZE
		E	SS		

CRPOM	1.000000	-0.106721	-0.148998	-0.058714	-0.065412
LEVERAG E	-0.106721	1.000000	0.607396	-0.211230	0.136281
NETDISS	-0.148998	0.607396	1.000000	-0.114522	-0.096810
PROFIT	-0.058714	-0.211230	-0.114522	1.000000	0.516970
SIZE	-0.065412	0.136281	-0.096810	0.516970	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Rule of thumb untuk menyimpulkan bahwa terjadi multikolinieritas di dalam persamaan regresi, adalah apabila koefisien korelasi antar variabel independen diatas 0.8. Berdasarkan *correlation matrix* dari kelima variabel di atas, yakni CRPOM, Leverage, NetDiss, Profitability, dan Size, dapat dilihat korelasi antar variabel tidak ada yang melebihi 0.8 Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

Tabel 4.9

Output Correlation Matrix Plus or Minus Test 2

	CRMINUS	CRPLUS	LEVERAGE	NETDISS	PROFIT	SIZE
CRMINUS	1.000000	-0.595499	-0.092376	-0.195388	-0.236038	-0.208812
CRPLUS	-0.595499	1.000000	0.020472	0.065842	0.201219	0.169493
LEVERAGE	-0.092376	0.020472	1.000000	0.607396	-0.211230	0.136281
NETDISS	-0.195388	0.065842	0.607396	1.000000	-0.114522	-0.096810
PROFIT	-0.236038	0.201219	-0.211230	-0.114522	1.000000	0.516970
SIZE	-0.208812	0.169493	0.136281	-0.096810	0.516970	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Begitu juga dengan persamaan regresi kali ini, karena tidak adanya satupun koefisien korelasi yang bernilai di atas 0.8, berdasarkan *correlation matrix*, maka dapat disimpulkan tidak terdapat masalah multikolinieritas di dalam model.

Tabel 4.10

Output Correlation Matrix Plus or Minus Test 3

	CRPOM	NETDISS
CRPOM	1.000000	-0.148998
NETDISS	-0.148998	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Correlation matrix juga menunjukkan hasil koefisien korelasi yang kurang dari 0.8 pada variabel CRPOM dan NetDiss, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

4.2.2 *Credit Score Tests (CS Tests)*

Pada penelitian kedua ini dilakukan analisis regresi antara variabel dependen dengan variabel independen, dimana NetDiss, yaitu rasio selisih penerbitan hutang bersih dengan ekuitas (*net issuance of debt versus equity*) terhadap total aset, sebagai variabel dependen yang merupakan proksi dari keputusan struktur modal serta variabel *dummy credit rating* dan beberapa variabel *control* sebagai variabel dependen.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, tahap awal dalam penelitian kedua ini adalah menghitung *credit score* setiap perusahaan, menggunakan *Microsoft Excel*, dengan persamaan *CreditScore* dari Kisgen (2003). Setelah itu ditentukan nilai maksimum dan minimum, dan kemudian dibuat batas atas dan batas bawah untuk mengelompokkan perusahaan-perusahaan tersebut menjadi tiga kategori, yaitu *high*

third, middle third, dan low third. Untuk melakukan test ini, juga dibuat kategorisasi rating yang terdiri dari tiga kategori yaitu; *High, Low, dan High or Low (HOL).* Analisa akan dilakukan terhadap tiga pengujian regresi, tabel-tabel berikut merupakan hasil dari pengujian regresi tersebut:

Tabel 4.11

Output Credit Score Test 1

Dependent Variable: NETDISS

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:53

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.586824	0.292807	2.004132	0.0489
CRHOL	-0.026973	0.037415	-0.720908	0.4734
LEVERAGE	0.648431	0.093650	6.924012	0.0000
PROFIT	0.419207	0.263322	1.591990	0.1159
SIZE	-0.054420	0.021015	-2.589597	0.0117
R-squared	0.425866	Mean dependent var	0.064927	
Adjusted R-squared	0.393058	S.D. dependent var	0.196729	
S.E. of regression	0.153265	Akaike info criterion	-	

			0.848961
Sum squared resid	1.644303	Schwarz criterion	-
			0.694462
Log likelihood	36.83605	F-statistic	12.98067
Durbin-Watson stat	1.974941	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Sebelum dianalisa, dilakukan beberapa pengujian untuk memastikan bahwa model telah menghasilkan output regresi yang optimal. Pengujian tersebut selanjutnya akan dijelaskan pada bagian Uji Validitas Model.

Setelah diperoleh hasil pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih rendah dari α (5%). Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel dependen (NetDiss). Dengan tingkat kepercayaan 95%, CRHOL, LEVERAGE, PROFIT, dan SIZE secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (NETDISS). Dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.4258 yang berarti bahwa model tersebut berhasil hampir 43% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 57% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Untuk mengetahui bagaimana efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen, maka yang harus diperhatikan adalah nilai signifikansi

dari Uji-T dan koefisien yang dihasilkan. Dari kelima variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah konstanta (C), LEVERAGE, dan SIZE. Hal ini berarti bahwa masing-masing dari kedua variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (NetDiss). Koefisien yang dihasilkan dari variabel LEVERAGE dan SIZE yaitu 0.648 dan -0.054. Jika dilihat dari nilai signifikansi dan koefisien, hasil yang diperoleh tidak berbeda jauh dengan hasil pada *Output Plus or Minus Test 1 (POM Test 1)* dimana variabel independen yang signifikan mempengaruhi variabel dependen (NETDISS) yaitu LEVERAGE dan SIZE dengan koefisien 0.618 dan -0.053. Dengan begitu, analisa yang dilakukan hampir sama dengan analisis pada hasil *POM Test 1*. Pada *Credit Score Test 1 (CS Test 1)* ini, koefisien LEVERAGE mengindikasikan bahwa apabila proporsi hutang dalam struktur modal pada tahun tertentu (*leverage*) sebesar 100%, maka dapat diprediksi bahwa terjadi penerbitan hutang hampir 65% lebih banyak relatif terhadap ekuiti. Dari koefisien SIZE sebesar -0.054, yang juga hampir serupa pada POM TEST 1, juga mengindikasikan bahwa terdapat hubungan negatif ukuran perusahaan dengan keputusan struktur modal. Hasil ini juga berlawanan dengan *financial distress argument* dan penelitian yang dilakukan Kisgen (2006).

Tetapi fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal menghasilkan hasil yang tidak sesuai dengan penelitian Kisgen (2006) dimana CRHOL, sebagai variabel independen, secara statistik dan ekonomi signifikan mempengaruhi NETDISS, sebagai variabel independen, dengan hubungan negatif. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRHOL kali ini yang bernilai diatas α (5%), mengindikasikan bahwa *credit rating* secara statistik tidak mempengaruhi dengan signifikan keputusan struktur modal (NetDiss). CRHOL, yang termasuk kategori dalam *high third* dan *low third*, berdasarkan perhitungan *CreditScore* mencerminkan perusahaan yang berada pada kondisi finansial yang relatif baik dan relatif buruk. Dengan diperolehnya hasil ini, dapat disimpulkan bahwa kondisi finansial perusahaan, yang diukur lewat *CreditScore*, tidak secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal.

Tabel 4.12

Output Credit Score Test 2

Dependent Variable: NETDISS

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:55

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	t			
C	0.711436	0.328504	2.165684	0.0338
CRHIGH	0.053292	0.102276	0.521063	0.6040
CRLOW	-0.044042	0.042605	-1.033726	0.3049
LEVERAGE	0.672470	0.098075	6.856683	0.0000
PROFIT	0.279739	0.311390	0.898357	0.3721
SIZE	-0.062229	0.023003	-2.705201	0.0086
R-squared	0.431726	Mean dependent var	0.064927	
Adjusted R-squared	0.390546	S.D. dependent var	0.196729	
S.E. of regression	0.153581	Akaike info criterion	-	0.832554
Sum squared resid	1.627520	Schwarz criterion	-	0.647155
Log likelihood	37.22076	F-statistic	10.48404	
Durbin-Watson stat	1.978649	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Sama seperti sebelumnya, setelah diperoleh hasil pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih rendah dari α (5%). Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan 95%, CRHIGH, CRLOW, LEVERAGE, PROFIT, dan SIZE secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (NETDISS). Dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai R-squared menunjukkan angka 0.4317 yang berarti bahwa model tersebut berhasil 43% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 57% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dari nilai signifikansi dari Uji-T. Dari ke-enam variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah konstanta (C), LEVERAGE, dan ukuran perusahaan (SIZE). Hal ini berarti bahwa masing-masing dari ketiga variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (NetDiss). Koefisien yang dihasilkan dari variabel LEVERAGE dan SIZE yaitu 0.672 dan -0.062. Sama seperti *CS Test 1*, jika dilihat dari nilai signifikansi dan koefisien, hasil yang diperoleh tidak berbeda jauh dengan hasil pada *Output Plus or Minus Test 2 (POM Test 2)* dimana variabel independen yang signifikan mempengaruhi variabel dependen (NETDISS) yaitu LEVERAGE dan SIZE dengan koefisien 0.607 dan -0.055. Dengan begitu, analisa yang dilakukan hampir sama dengan analisis pada hasil *POM Test 2*. Pada *Credit Score Test 2 (CS Test 2)* ini, koefisien LEVERAGE mengindikasikan bahwa apabila proporsi hutang dalam struktur modal pada tahun tertentu (*leverage*) sebesar 100%, maka dapat

diprediksi bahwa terjadi penerbitan hutang 67% lebih banyak relatif terhadap ekuiti. Dari koefisien SIZE sebesar -0.062 , yang juga hampir serupa pada *POM Test 2*, juga mengindikasikan bahwa terdapat hubungan negatif ukuran perusahaan dengan keputusan struktur modal. Hasil ini juga berlawanan dengan *financial distress argument* dan penelitian yang dilakukan Kisgen (2006).

Tetapi fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal menghasilkan hasil yang tidak signifikan. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRHIGH dan CRLOW diatas α (5%), mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki kondisi finansial yang relatif baik (CRHIGH), dan relatif buruk (CRLOW) menurut perhitungan *CreditScore*, tidak mempengaruhi dengan signifikan keputusan struktur modal (NETDISS). Hasil ini juga berlawanan dengan penelitian Kisgen (2006) yang menemukan bahwa baik perusahaan yang termasuk dalam kategori CRHIGH ataupun CRLOW menerbitkan 0.8% lebih sedikit hutang relatif terhadap ekuiti. Begitupun dengan hasil *Prob.t-Statistic* salah satu variabel control PROFIT juga tidak menghasilkan hasil yang signifikan karena bernilai lebih besar daripada α (5%).

Tabel 4.13

Output Credit Score Test 3

Dependent Variable: NETDISS

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:56

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.034854	0.033634	1.036271	0.3035
CRHOL	0.055012	0.045490	1.209315	0.2304
R-squared	0.019640	Mean dependent var		0.064927
Adjusted R-squared	0.006210	S.D. dependent var		0.196729
S.E. of regression	0.196117	Akaike info criterion		- 0.393905
Sum squared resid	2.807720	Schwarz criterion		- 0.332105
Log likelihood	16.77143	F-statistic		1.462443
Durbin-Watson stat	1.836561	Prob(F-statistic)		0.230444

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Setelah dilakukan pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih besar dari α (5%). Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut tidak secara bersama sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan 95%, konstanta dan CRHOL tidak secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (NETDISS). Dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.0196 yang berarti

bahwa model tersebut hanya berhasil hampir 2% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 98% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model. Hal ini mengindikasikan bahwa *credit rating* (CRHOL) tidak secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal. Indikasi ini juga didukung dengan hasil Uji-T dengan nilai *Prob.t-Statistic* CRPOM yang lebih besar dari α (5%) yaitu 0.2. Hal ini berlawanan dengan hasil penelitian Kisgen (2006) dimana *credit rating* secara statistik dan ekonomi mempengaruhi keputusan struktur modal. Hasil yang diperoleh ini juga menyimpulkan hal yang hampir sama dengan hasil pada *POM Test 3*.

Hasil Uji-F yang menyatakan tidak signifikan dan nilai *R-squared* yang relatif kecil ini dikarenakan di dalam model hanya terdapat satu variabel independen sehingga kurang optimal dalam menjelaskan variabel dependen dan merepresentasikan sebuah model persamaan regresi dalam penelitian.

Dari ketiga penelitian di atas, dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian tidak sesuai dengan apa yang diharapkan. Hubungan signifikan yang negatif pada variabel CRHOL dan CRLOW serta positif pada CRHIGH tidak terjadi pada penelitian ini. ***Credit rating tidak memiliki pengaruh dan hubungan yang signifikan pada keputusan struktur modal perusahaan non-keuangan di Indonesia.***

4.2.2.1 Uji Validitas Model

Sama seperti apa yang dilakukan sebelumnya, setelah mendapatkan hasil regresi diatas, maka selanjutnya adalah menguji validitas model yang berhubungan dengan *error*. Pengujian ini berkaitan dengan masalah-masalah heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

- a. Heteroskedastisitas

Untuk menguji apakah terdapat heteroskedastisitas dalam model adalah dilakukan dengan menggunakan uji *White's Heteroscedasticity Test*. Hasil pengujiannya dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.14

Output Uji White Heteroscedasticity Credit Score Test 1

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.784121	Probability	0.104966
Obs*R-squared	11.78359	Probability	0.107904

Dapat dilihat pada tabel di atas bahwa probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti tidak terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi.

Tabel 4.15

Output Uji White Heteroscedasticity Credit Score Test 2

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.797889	Probability	0.093202
Obs*R-squared	13.41990	Probability	0.098196

Sama seperti hasil uji white *Credit Score Test 1*, juga tidak ditemukan adanya masalah heteroskedastis dalam pengujian ini. Hal ini dicerminkan dengan hasil probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%),

maka hipotesis *null* diterima yang berarti persamaan model regresi terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4.16

Output Uji White Heteroscedasticity Credit Score Test 3

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.056085	Probability	0.813458
Obs*R-squared	0.057577	Probability	0.810367

Karena probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti juga tidak terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi ini

b. Autokorelasi

Autokorelasi adalah kondisi dimana terdapat korelasi antar *error* pada waktu yang berbeda (Gujarati, 2003). Karena data penelitian merupakan data *cross sectional* yang merupakan data yang diambil pada satu titik waktu (Brooks, 2006), maka permasalahan autokorelasi menjadi kurang relevan dalam model regresi. Namun tetap perlu dilihat permasalahan autokorelasi untuk memastikan nilai *Durbin-Watson Statistic* berada pada nilai yang mendekati 2 ($1,5 < DW\text{-statistic} < 2,5$), yang mengindikasikan tidak terdapat permasalahan autokorelasi.

Berdasarkan ketiga tabel output hasil regresi Credit Score Tests (CS Tests) sebelumnya, dapat diketahui nilai *Durbin-Watson Statistic* pada *CS Test 1* sebesar 1.9, *CS Test 2* sebesar 1.9, dan *CS Test 3* sebesar 1.8 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi di dalam ketiga persamaan model regresi dalam penelitian

c. Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah kondisi dimana terdapat hubungan linier antar variabel independen (Gujarati, 2003). Dalam penelitian ini, akan digunakan *correlation matrix* untuk melihat kemungkinan hubungan linier antar variabel independen.

Tabel 4.17

Output Correlation Matrix Credit Score Test 1

	CRHOL	LEVERAGE	NETDISS	PROFIT	SIZE
CRHOL	1.000000	0.296264	0.140143	-0.064520	-0.040237
LEVERAGE	0.296264	1.000000	0.607396	-0.211230	0.136281
NETDISS	0.140143	0.607396	1.000000	-0.114522	-0.096810
PROFIT	-0.064520	-0.211230	-0.114522	1.000000	0.516970
SIZE	-0.040237	0.136281	-0.096810	0.516970	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Rule of thumb untuk menyimpulkan bahwa terjadi multikolinieritas di dalam persamaan regresi adalah apabila koefisien korelasi antar variabel independen diatas 0.8. Berdasarkan *correlation matrix* dari kelima variabel di atas, yakni CRHOL, Leverage, NetDiss, Profitability, dan Size, dapat dilihat korelasi antar variabel tidak ada yang melebihi 0.8 Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

Tabel 4.18

Output Correlation Matrix Credit Score Test 2

	CRHIGH	CRLOW	LEVERAGE	NETDISS	PROFIT	SIZE
--	---------------	--------------	-----------------	----------------	---------------	-------------

CRHIGH	1.000000	-0.256776	-0.162429	-0.118583	0.672764	0.537577
CRLOW	-0.256776	1.000000	0.376306	0.198850	-0.400192	-0.308499
LEVERAGE	-0.162429	0.376306	1.000000	0.607396	-0.211230	0.136281
NETDISS	-0.118583	0.198850	0.607396	1.000000	-0.114522	-0.096810
PROFIT	0.672764	-0.400192	-0.211230	-0.114522	1.000000	0.516970
SIZE	0.537577	-0.308499	0.136281	-0.096810	0.516970	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Begitu juga dengan persamaan regresi kali ini, karena tidak adanya satupun koefisien korelasi yang bernilai di atas 0.8, berdasarkan *correlation matrix*, maka dapat disimpulkan tidak terdapat masalah multikolinieritas di dalam model.

Tabel 4.19

Output Correlation Credit Score Test 3

	CRHOL	NETDISS
CRHOL	1.000000	0.140143
NETDISS	0.140143	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Correlation matrix juga menunjukkan hasil koefisien korelasi yang kurang dari 0.8 pada variabel CRPOM dan NetDiss, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

4.2.3 Tradeoff Theory Tests (TOT Tests)

Pada penelitian ketiga ini dilakukan analisis regresi antara variabel dependen dengan variabel independen, dimana LTDA, yaitu rasio perubahan hutang jangka panjang relatif terhadap total aset, sebagai variabel dependen yang merupakan *proxi* dari keputusan struktur modal serta variabel *dummy credit rating* dan sebuah rasio selisih antara target hutang jangka panjang dengan hutang jangka panjang pada waktu tertentu relatif terhadap total aset sebagai variabel dependen.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, analisa regresi yang dilakukan mengikutsertakan klasifikasi credit rating dari kedua penelitian *CR-CS*, yaitu *POM Tests* dan *CS Tests*, yang telah dilakukan sebelumnya ke dalam teori struktur modal tradisional *Tradeoff Theory*. *Credit rating* dalam bentuk variabel *dummy* yang digunakan adalah kategori *Plus or Minus* (CRPOM), dari pengujian *Plus or Minus Tests* (*POM Tests*), dan kategori *High or Low* (CRHOL) dari pengujian *Credit Score Tests* (*CS Tests*). Analisa akan dilakukan terhadap dua pengujian regresi, tabel-tabel berikut merupakan hasil dari pengujian regresi tersebut:

Tabel 4.20

Output Tradeoff Theory Test - POM

Dependent Variable: LTDA

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:21

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.065480	0.027862	2.350132	0.0215
DLTDA	0.061676	0.016722	3.688264	0.0004
CRPOM	-0.025099	0.032219	-0.779037	0.4385
R-squared	0.174191	Mean dependent var	0.036473	
Adjusted R-squared	0.151252	S.D. dependent var	0.128297	
S.E. of regression	0.118197	Akaike info criterion	-	1.393757
Sum squared resid	1.005872	Schwarz criterion	-	1.301057
Log likelihood	55.26587	F-statistic	7.593622	
Durbin-Watson stat	1.810155	Prob(F-statistic)	0.001018	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Setelah dilakukan pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah valid dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih rendah dari α (5%). Hal ini berarti variabel independent yang terdapat dalam model tersebut secara bersama sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan 95%, konstanta, DLTDA dan CRPOM secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (LTDA). Tetapi, jika dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.1742 yang berarti bahwa model tersebut hanya berhasil 17% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 83%

sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Untuk melihat efek dari masing-masing variabel independent terhadap variabel dependen dapat dari nilai signifikansi dari Uji-T. Dari ketiga variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah konstanta (C), dan perbedaan jumlah hutang jangka panjang saat ini dengan target (DLTDA). Hal ini berarti bahwa masing-masing dari kedua variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (LTDA). Koefisien yang dihasilkan dari variabel DLTDA yaitu 0.06 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan positif antara perbedaan jumlah hutang jangka panjang saat ini dengan target (DLTDA) dan penerbitan hutang jangka panjang (LTDA). Dengan ini dapat diketahui bahwa setiap 1% perbedaan antara penggunaan hutang jangka panjang dengan target yang telah ditentukan, maka akan terjadi penerbitan hutang jangka panjang sebesar 0.06%. Hasil penelitian ini konsisten dengan apa yang diekspektasikan dalam *Tradeoff Theory* bahwa koefisien DLTDA akan berada pada *range* 0 dan 1 dan juga dengan hasil pengujian Kisgen (2006). Hal ini juga membuktikan bahwa *Tradeoff Theory* masih berlaku di dalam perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian.

Tetapi fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal dalam konteks *Tradeoff Theory* menghasilkan hasil yang tidak signifikan. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRPOM diatas α (5%), mengindikasikan bahwa perusahaan yang mendekati perubahan *credit rating* tidak signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal dalam konteks *Tradeoff Theory*, yaitu proporsi penerbitan hutang jangka panjang. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Kisgen yang menemukan terdapat hubungan yang negatif antara *credit rating* dengan penerbitan hutang jangka panjang.

Tabel 4.21

Output Tradeoff Theory Test - HOL

Dependent Variable: LTDA

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 18:23

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043393	0.020935	2.072812	0.0418
DLTDA	0.062821	0.016829	3.732959	0.0004
CRHOL	0.005846	0.027817	0.210158	0.8341
R-squared	0.167741	Mean dependent var	0.036473	
Adjusted R-squared	0.144622	S.D. dependent var	0.128297	
S.E. of regression	0.118657	Akaike info criterion	-	1.385976
Sum squared resid	1.013728	Schwarz criterion	-	1.293276
Log likelihood	54.97410	F-statistic	7.255754	
Durbin-Watson stat	1.820328	Prob(F-statistic)	0.001347	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Setelah dilakukan pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah valid dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih rendah dari α (5%).

Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Dengan tingkat kepercayaan 95%, konstanta, DLTDA dan CRHOL secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (LTDA). Tetapi, jika dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.1677 yang berarti bahwa model tersebut hanya berhasil hampir 17% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 83% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Untuk melihat efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dari nilai signifikansi dari Uji-T. Dengan mengganti variabel *dummy* CRPOM dengan CRHOL, hasil yang diperoleh ternyata relatif sama. Dari ketiga variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah konstanta (C), dan perbedaan jumlah hutang jangka panjang saat ini dengan target (DLTDA). Hal ini berarti bahwa masing-masing dari kedua variabel tersebut secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (NetDiss). Koefisien yang dihasilkan dari variabel DLTDA juga sama yaitu 0.06 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan positif antara perbedaan jumlah hutang jangka panjang saat ini dengan target (DLTDA) dan penerbitan hutang jangka panjang (LTDA). Dengan ini dapat diketahui bahwa setiap 1% perbedaan antara penggunaan hutang jangka panjang dengan target yang telah ditentukan, maka akan terjadi penerbitan hutang jangka panjang sebesar 0.06%. Hasil penelitian ini konsisten dengan apa yang diekspektasikan dalam *Tradeoff Theory* bahwa koefisien DLTDA akan berada pada range 0 dan 1 dan juga dengan hasil pengujian Kisgen (2006). Hal ini juga membuktikan bahwa *Tradeoff Theory* juga masih berlaku di dalam perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian.

Tetapi fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal dalam konteks *Tradeoff Theory* juga menghasilkan hasil yang tidak signifikan. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRHOL diatas α (5%),

mengindikasikan bahwa kategori *CR High and Low* yang ada pada perusahaan, tidak signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal dalam konteks *Tradeoff Theory*, yaitu proporsi penerbitan hutang jangka panjang. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Kisgen yang menemukan terdapat hubungan yang negatif antara credit rating dengan penerbitan hutang jangka panjang.

Dari kedua penelitian di atas, dapat dilihat bahwa hasil pengujian tidak sesuai dengan apa yang diharapkan. Hubungan signifikan yang negatif pada variabel CRPOM dan CRHOL tidak terjadi pada penelitian ini. Sehingga, dapat ditarik kesimpulan bahwa ***credit rating tidak memiliki pengaruh dan hubungan yang signifikan pada keputusan struktur modal perusahaan dalam konteks Tradeoff Theory.***

4.2.3.1 Uji Validitas Model

Setelah mendapatkan hasil regresi diatas, maka selanjutnya pengujian validitas model dengan menguji asumsi tentang *error* yang dicerminkan oleh masalah-masalah yang mungkin timbul dalam melakukan analisis regresi, yakni heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

a. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah kondisi dimana varians dari *error* tidak konstan (Gujarati, 2003). Untuk mengujinya, salah satu caranya adalah dengan menggunakan *White's Heteroscedasticity Test*. Hasil pengujiannya dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.22

Output Uji White Heteroscedasticity Tradeoff Theory Test - POM

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.226359	Probability	0.307565
Obs*R-squared	4.911628	Probability	0.296486

Dari tabel output hasil uji *white* di atas, dapat dilihat bahwa probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti tidak terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi *Tradeoff Theory Test – POM* ini.

Tabel 4.23

Output Uji White Heteroscedasticity Tradeoff Theory Test - HOL

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.095717	Probability	0.365534
Obs*R-squared	4.419233	Probability	0.352232

Dalam persamaan model regresi *Tradeoff Theory Test – HOL* juga tidak ditemukan masalah heteroskedastis. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas *Obs*R-squared* yang lebih besar dari α (5%).

b. Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya permasalahan autokorelasi dalam model adalah dengan melihat nilai dari *Durbin-Watson Statistic*. Apabila nilai tersebut berada pada range $1.5 < DW\text{-statistic} < 2.5$, maka mengindikasikan tidak terdapat permasalahan autokorelasi.

Berdasarkan kedua tabel output hasil regresi *Tradeoff Theory Tests (TOT Tests)* sebelumnya, dapat diketahui nilai *Durbin-Watson Statistic* pada *TOT Test-POM* sebesar 1.8, dan *TOT Test – HOL* juga sebesar 1.8, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi di dalam kedua persamaan model regresi tersebut.

c. Multikolinieritas

Correlation matrix di bawah ini dapat digunakan untuk mendeteksi permasalahan multikolinieritas dengan melihat kemungkinan hubungan linier antar variabel independen.

Tabel 4.24

Output Correlation Matrix Tradeoff Theory Test - POM

	CRPOM	DLTDA	LTDA
CRPOM	1.000000	-0.127238	-0.134786
DLTDA	-0.127238	1.000000	0.408938
LTDA	-0.134786	0.408938	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Berdasarkan *correlation matrix*, dapat dilihat tidak ada satupun korelasi antar variabel yang bernilai diatas 0.8. *Rule of thumb* untuk menyimpulkan bahwa terjadi multikolinieritas di dalam persamaan regresi, adalah apabila koefisien korelasi antar variabel independen diatas 0,8. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

Tabel 4.25

Output Correlation Matrix Tradeoff Theory Test - HOL

	CRHOL	DLTDA	LTDA
CRHOL	1.000000	0.144956	0.081634
DLTDA	0.144956	1.000000	0.408938
LTDA	0.081634	0.408938	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Begitu pula yang terjadi pada pengujian kali ini, *Output Correlation Matrix Tradeoff Theory Test - HOL*, menunjukkan bahwa nilai seluruh koefisien korelasi berada dibawah 0.8. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

4.2.4 *Pecking Order Theory Tests (POT Tests)*

Pada penelitian keempat ini dilakukan analisis regresi antara variabel dependen dengan variabel independen, dimana LTDA, yaitu rasio perubahan hutang jangka panjang relatif terhadap total aset, sebagai variabel dependen yang merupakan *proxi* dari keputusan struktur modal serta variabel *dummy credit rating* dan sebuah rasio defisit relatif terhadap total aset sebagai variabel dependen.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, analisa regresi yang dilakukan mengikutsertakan klasifikasi *credit rating* dari kedua penelitian *CR-CS*, yaitu *POM Tests* dan *CS Tests*, yang telah dilakukan sebelumnya ke dalam teori struktur modal tradisional *Pecking Order Theory*. *Credit rating* dalam bentuk variabel *dummy* yang digunakan adalah kategori *Plus or Minus* (CRPOM), dari pengujian *Plus or Minus Tests (POM Tests)*, dan kategori *High or Low* (CRHOL) dari pengujian *Credit Score Tests (CS Tests)*. Analisa akan dilakukan terhadap dua pengujian regresi, tabel-tabel berikut merupakan hasil dari pengujian regresi tersebut:

Tabel 4.26

Output Pecking Order Theory Test - POM

Dependent Variable: LTDA

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 19:14

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003548	0.046063	-0.077020	0.9388
DEFISIT	0.059172	0.029608	1.998513	0.0494
CRPOM	-0.037739	0.033940	-1.111957	0.2699
R-squared	0.069770	Mean dependent var	0.036473	
Adjusted R-squared	0.043930	S.D. dependent var	0.128297	
S.E. of regression	0.125447	Akaike info criterion	-	1.274688
Sum squared resid	1.133061	Schwarz criterion	-	1.181988
Log likelihood	50.80080	F-statistic	2.700103	
Durbin-Watson stat	1.685459	Prob(F-statistic)	0.074004	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Setelah dilakukan pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih tinggi dari α (5%).

Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut tidak secara bersama-sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Tetapi, apabila digunakan tingkat kepercayaan 95% dengan α (10%), hasil yang diperoleh menjadi signifikan. Ini berarti konstanta (C), DEFISIT, dan CRPOM secara bersama-sama signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan (LTDA). Tetapi, jika dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka 0.0697 yang berarti bahwa model tersebut hanya berhasil hampir 7% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 93% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Untuk melihat efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dari nilai signifikansi dari Uji-T. Dari ketiga variabel independen (termasuk konstanta), yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%) adalah hanya variabel DEFISIT. Hal ini berarti hanya DEFISIT yang secara signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (LTDA). Koefisien yang dihasilkan dari variabel DEFISIT yaitu 0.059 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan positif antara defisit dan penerbitan hutang jangka panjang (LTDA). Dengan ini dapat diketahui bahwa setiap 1% defisit yang terjadi maka akan diikuti penerbitan hutang jangka panjang sebesar hampir 0.06%. Hasil penelitian ini kurang merepresentasikan apa dalam *Pecking Order Theory* dan hasil penelitian Kisgen (2006) yang mengekspektasikan koefisien DEFISIT mendekati 1 dan konstanta bernilai 0. Sementara hasil Uji-T konstanta menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Tetapi walaupun demikian, dengan hasil model yang signifikan ini dapat membuktikan bahwa *Pecking Order Theory* masih berlaku di dalam perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sample penelitian.

Sesuai dengan teori tersebut, meskipun dengan tingkat keberhasilan yang rendah, model ini dapat menjelaskan bahwa dalam memutuskan pendanaan dengan modal, perusahaan akan memilih pembiayaan dengan *internal funds* terlebih dahulu

yang berupa laba ditahan (*retained earnings*). Bila sumber pendanaan internal tersebut tidak mencukupi, barulah perusahaan beralih pada *external financing* yang dimulai dari hutang, penerbitan obligasi, dan terakhir dengan penerbitan saham. Hal ini dilakukan secara berurut karena indikasi bahwa *internal financing* merupakan pembiayaan yang paling aman dengan *transaction costs* rendah dan paling minimum terhadap risiko seperti *adverse selection* dan *asymmetric information*. Lalu kemudian hutang dan terakhir penerbitan ekuitas (saham) yang memiliki *costs* dan risiko tertinggi.

Ternyata fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal dalam konteks *Pecking Order Theory* menghasilkan hasil yang tidak signifikan. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRPOM diatas α (5%), mengindikasikan bahwa perusahaan yang mendekati perubahan *credit rating* tidak signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal dalam konteks *Pecking Order Theory*. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Kisgen yang menemukan terdapat hubungan yang negatif antara *credit rating* dengan penerbitan hutang jangka panjang.

Tabel 4.27

Output Pecking Order Theory Test - HOL

Dependent Variable: LTDA

Method: Least Squares

Date: 07/16/09 Time: 19:15

Sample: 1 75

Included observations: 75

Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	t			

C	-0.038423	0.039188	-0.980485	0.3301
DEFISIT	0.058535	0.030111	1.943942	0.0558
CRHOL	0.012682	0.029612	0.428269	0.6697
<hr/>				
R-squared	0.056199	Mean dependent var	0.036473	
Adjusted R-squared	0.029983	S.D. dependent var	0.128297	
S.E. of regression	0.126359	Akaike info criterion	-	
			1.260205	
Sum squared resid	1.149591	Schwarz criterion	-	
			1.167505	
Log likelihood	50.25769	F-statistic	2.143651	
Durbin-Watson stat	1.690548	Prob(F-statistic)	0.124649	

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Setelah dilakukan pengujian validitas model, maka dapat disimpulkan bahwa hasil regresi terbebas dari masalah masalah *error* yang umumnya terjadi. Hal tersebut membuktikan bahwa model persamaan telah *valid* dan dapat digunakan untuk menjelaskan pengujian teori yang ingin dilakukan.

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari *Prob(F-statistic)*, yang mencerminkan hasil dari Uji-F, menunjukkan angka yang lebih tinggi dari α (5%) maupun α (10%). Hal ini berarti variabel independen yang terdapat dalam model tersebut tidak secara bersama sama signifikan mempengaruhi variabel dependen. Jika dilihat dari keberhasilan model regresi, nilai *R-squared* menunjukkan angka relatif kecil yaitu 0.056 yang berarti bahwa model tersebut hanya berhasil hampir 6% dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen yaitu keputusan struktur modal. Sementara sebesar 94% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang dapat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal, selain variabel independen yang ada di dalam model.

Untuk melihat efek dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dari nilai signifikansi dari Uji-T. Dari ketiga variabel independen (termasuk konstanta), tidak ada yang menunjukkan signifikansi *Prob.t-Statistic* dibawah α (5%). Hasil ini menunjukkan bahwa masing masing variabel independen dalam model ini tidak ada yang mempengaruhi variabel dependen. Tetapi jika digunakan α (10%), variabel DEFISIT menunjukkan hasil yang signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal (LTDA). Koefisien yang dihasilkan dari variabel DEFISIT yaitu 0.058 mengindikasikan bahwa terdapat hubungan positif antara defisit dan penerbitan hutang jangka panjang (LTDA). Dengan ini dapat diketahui bahwa setiap 1% defisit yang terjadi maka akan diikuti penerbitan hutang jangka panjang sebesar 0.06%. Hasil penelitian ini kurang merepresentasikan apa dalam *Pecking Order Theory* dan hasil penelitian Kisgen (2006) yang mengekspektasikan koefisien DEFISIT mendekati 1 dan konstanta bernilai 0. Sementara hasil Uji-T konstanta menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Tetapi walaupun demikian, hasil ini juga dapat membuktikan bahwa *Pecking Order Theory* masih berlaku di dalam perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian.

Dengan mengganti variabel CRPOM dengan CRHOL, ternyata fokus utama penelitian ini yaitu melihat pengaruh *credit rating* terhadap struktur modal dalam konteks *Pecking Order Theory* juga menghasilkan hasil yang tidak signifikan. Dengan signifikansi *Prob.t-Statistic* CRHOL diatas α (5%), mengindikasikan bahwa perusahaan yang mendekati perubahan *credit rating* tidak signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal dalam konteks *Pecking Order Theory*. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Kisgen yang menemukan terdapat hubungan yang negatif antara *credit rating* dengan penerbitan hutang jangka panjang.

Dari kedua penelitian di atas, dapat dilihat bahwa hasil pengujian tidak sesuai dengan apa yang diharapkan. Hubungan signifikan yang negatif pada variabel CRPOM dan CRHOL tidak terjadi pada penelitian ini. Sehingga, dapat ditarik kesimpulan bahwa ***Credit rating* tidak memiliki pengaruh dan hubungan yang**

signifikan pada keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia dalam konteks *Pecking Order Theory*.

4.2.4.1 Uji Validitas Model

Setelah hasil regresi diperoleh, maka selanjutnya dilakukan pengujian validitas model dengan menguji asumsi tentang *error* yang dicerminkan oleh masalah-masalah yang mungkin timbul dalam melakukan analisis regresi, yakni heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas.

a. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah kondisi dimana varians dari *error* tidak konstan (Gujarati, 2003). Untuk mengujinya, salah satu caranya adalah dengan menggunakan *White's Heteroscedasticity Test*. Hasil pengujianya dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.28

Output Uji White Heteroscedasticity Pecking Order Theory Test - POM

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.093456	Probability	0.090820
Obs*R-squared	8.013350	Probability	0.091090

Dari tabel output hasil uji white di atas, dapat dilihat bahwa probabilitas *Obs*R-squared* nilainya lebih besar dari α (5%), maka hipotesis *null* diterima yang berarti tidak terdapat masalah heteroskedastisitas di dalam persamaan model regresi Pecking Order Theory Test – POM ini.

Tabel 4.29

Output Uji White Heteroscedasticity Pecking Order Theory Test – HOL

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.451230	Probability	0.053911
Obs*R-squared	9.214581	Probability	0.055954

Dalam persamaan model regresi Pecking Order Theory Test – HOL juga tidak ditemukan masalah heteroskedastis. Hal ini ditunjukkan dengan nilai probabilitas *Obs*R-squared* yang lebih besar dari α (5%).

b. Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya permasalahan autokorelasi dalam model adalah dengan melihat nilai dari *Durbin-Watson Statistic*. Apabila nilai tersebut berada pada range $1.5 < DW\text{-statistic} < 2.5$, maka mengindikasikan tidak terdapat permasalahan autokorelasi.

Berdasarkan kedua tabel output hasil regresi *Pecking Order Theory Tests (POT Tests)* sebelumnya, dapat diketahui nilai *Durbin-Watson Statistic* pada *POT Test-POM* sebesar 1.6, dan *POT Test – HOL* juga sebesar 1.6, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi di dalam kedua persamaan model regresi tersebut.

c. Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah kondisi dimana terdapat hubungan linier antar variabel independen (Gujarati, 2003). *Correlation matrix* di bawah ini dapat digunakan untuk mendeteksi permasalahan multikolinieritas tersebut.

Tabel 4.30

Output Correlation Matrix Pecking Order Theory Test - POM

	CRPOM	DEFISIT	LTDA
--	--------------	----------------	-------------

CRPOM	1.000000	-0.036558	-0.134786
DEFISIT	-0.036558	1.000000	0.231938
LTDA	-0.134786	0.231938	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Berdasarkan *correlation matrix*, dapat dilihat tidak ada satupun korelasi antar variabel yang bernilai diatas 0.8. *Rule of thumb* untuk menyimpulkan bahwa terjadi multikolinieritas di dalam persamaan regresi adalah apabila koefisien korelasi antar variabel independen diatas 0,8. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

Tabel 4.31

Output Correlation Matrix Tradeoff Theory Test – HOL

	CRHOL	DEFISIT	LTDA
CRHOL	1.000000	0.142723	0.081634
DEFISIT	0.142723	1.000000	0.231938
LTDA	0.081634	0.231938	1.000000

Sumber: *Output E-views*, olahan penulis

Begitu pula yang terjadi pada pengujian kali ini, *Output Correlation Matrix Tradeoff Pecking Order Test - HOL*, menunjukkan bahwa nilai seluruh koefisien korelasi berada dibawah 0.8. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam persamaan regresi.

4.3 Analisa Hasil Pengolahan Model

Setelah melakukan berbagai macam uji dengan keseluruhan model persamaan yang terdapat dalam penelitian ini, baik uji validitas maupun regresi dengan metode

OLS, dan menganalisa secara statistik hasilnya, maka kali ini akan dilakukan analisa secara menyeluruh mengenai hasil penelitian ini.

4.3.1 *Plus or Minus Tests*

Di bawah ini merupakan tabel ringkasan dari hasil regresi dengan *OLS* yang menunjukkan signifikansi keseluruhan dari masing-masing model penelitian dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, yang dilihat berdasarkan probabilita *F-statistic* dengan α (5%) hasil dari pengolahan *e-views*. Dari tabel ini dapat diketahui bahwa dari ketiga pengujian *Plus or Minus Tests*, terdapat dua buah model yang menunjukkan hasil signifikan dan sebuah model tidak signifikan.

Tabel 4.32

Ringkasan Signifikansi Model-*POM Tests*

Pengujian	Signifikansi berdasarkan Uji-F
<i>POM Test 1</i>	signifikan
<i>POM Test 2</i>	signifikan
<i>POM Test 3</i>	tidak signifikan

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Ketiga tabel dibawah ini menunjukkan signifikansi hubungan masing-masing variabel dependen, baik variabel utama maupun kontrol, dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, dari ketiga pengujian *POM Tests* yang dilakukan. Selain itu, juga dicantumkan hasil penelitian Kisgen (2006) sebagai acuan dan perbandingan.

Tabel 4.33
 Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal
POM Test 1

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
Utama <i>Credit Rating Plus or Minus</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif
Kontrol <i>Leverage</i>	signifikan	(-) negatif	(+) positif
<i>Profitability</i>	tidak signifikan	(+) positif	(+) positif
<i>Size</i>	signifikan	(+) positif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Tabel 4.34

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

POM Test 2

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
Utama			
<i>Credit Rating Plus</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif
<i>Credit Rating Minus</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif
Kontrol			
<i>Leverage</i>	signifikan	(-) negatif	(+) positif
<i>Profitability</i>	tidak signifikan	(+) positif	(+) positif
<i>Size</i>	signifikan	(+) positif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Tabel 4.35

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

POM Test 3

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan Berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
Utama			
<i>Credit Rating Plus or Minus</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Dari beberapa tabel tersebut dapat diketahui bahwa *credit rating* sebagai variabel utama dalam penelitian ini, tidak satupun menunjukkan hasil yang signifikan. Dalam dua pengujian pertama, diikutsertakan variabel kontrol untuk mengoptimalkan hasil regresi pada persamaan. Dengan adanya variabel kontrol tersebut, membuat model yang diestimasi signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen, yakni keputusan struktur modal, yang terlihat dari hasil Uji-F. Tetapi meskipun demikian, variabel *credit rating* tetap tidak signifikan dalam mempengaruhi keputusan struktur modal. Hal ini juga ditunjukkan dalam tabel 4.35 yang hanya menggunakan *credit rating* sebagai variabel independen.

Dalam penelitian sebelumnya, Kisgen menyatakan bahwa perusahaan dengan rating yang mendekati perubahan akan bersifat lebih konservatif dengan menerbitkan hutang yang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas. Hal ini dilakukan berkaitan dengan *discrete costs* atau *benefits* yang akan dihasilkan dari perubahan *rating*. Perusahaan dengan *rating* yang mendekati peningkatan (*near an upgrade*) akan bersikap konservatif untuk mendapatkan *benefits* yang dihasilkan apabila rating tersebut naik. Perusahaan dengan *rating* yang mendekati penurunan (*near a downgrade*) akan menerbitkan hutang yang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas untuk menghindari penurunan kemungkinan penurunan *rating*.

Dengan hasil yang terlihat pada beberapa tabel tersebut, dapat diketahui bahwa hipotesa dalam Penelitian Kisgen yang menyatakan bahwa bahwa perusahaan dengan peringkat yang mendekati perubahan, baik peningkatan (*upgrade*) maupun penurunan (*downgrade*) akan menerbitkan hutang yang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas, tidak terbukti dalam penelitian ini. *Discrete costs* (*benefits*) yang ditimbulkan akibat perubahan *rating* tidak menjadi pertimbangan manajer pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal. Dengan begitu menunjukkan bahwa *credit rating* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam pengambilan keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.

4.3.2 Credit Score Tests

Di bawah ini merupakan tabel ringkasan dari hasil regresi dengan OLS yang menunjukkan signifikansi keseluruhan dari masing-masing model penelitian dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, yang dilihat berdasarkan probabilitas F -statistic dengan α (5%) hasil dari pengolahan *e-views*. Dari tabel ini dapat diketahui bahwa dari ketiga pengujian *Credit Score Tests*, terdapat dua buah model yang menunjukkan hasil signifikan dan sebuah model tidak signifikan.

Tabel 4.36

Ringkasan Signifikansi Model-*CS Tests*

Pengujian	Signifikansi berdasarkan Uji-F
<i>CS Test 1</i>	signifikan
<i>CS Test 2</i>	signifikan
<i>CS Test 3</i>	tidak signifikan

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Ketiga tabel dibawah ini menunjukkan signifikansi hubungan masing-masing variabel dependen, baik variabel utama maupun kontrol, dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, dari ketiga pengujian *CS Tests* yang dilakukan. Selain itu, juga dicantumkan hasil penelitian Kisgen (2006) sebagai acuan dan perbandingan.

Tabel 4.37

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

CS Test 1

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
Utama <i>Credit Rating High or Low</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif
Kontrol <i>Leverage</i>	signifikan	(-) negatif	(+) positif
<i>Profitability</i>	tidak signifikan	(+) positif	(+) positif
<i>Size</i>	signifikan	(+) positif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Tabel 4.38

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

CS Test 2

Variabel	Signifikansi berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
Utama <i>Credit Rating High</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(+) negatif
<i>Credit Rating Low</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif
Kontrol <i>Leverage</i>	signifikan	(-) negatif	(+) positif
<i>Profitability</i>	tidak signifikan	(+) positif	(+) positif
<i>Size</i>	signifikan	(+) positif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Tabel 4.39

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

CS Test 3

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
Utama <i>Credit Rating High or Low</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(+) positif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Dari beberapa tabel tersebut dapat diketahui bahwa *credit rating* sebagai variabel utama dalam penelitian ini, tidak satupun menunjukkan hasil yang signifikan. Dalam dua pengujian pertama, diikutsertakan variabel kontrol untuk mengoptimalkan hasil regresi pada persamaan. Dengan adanya variabel kontrol tersebut, membuat model yang diestimasi signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen, yakni keputusan struktur modal, yang terlihat dari hasil Uji-F. Tetapi meskipun demikian, variabel *credit rating* tetap tidak signifikan dalam mempengaruhi keputusan struktur modal. Hal ini juga ditunjukkan dalam tabel 4.39 yang hanya menggunakan *credit rating* sebagai variabel independen.

Dalam penelitian sebelumnya, Kisgen menyatakan bahwa perusahaan yang berada dalam kondisi keuangan yang relatif baik atau buruk, berdasarkan perhitungan *Credit Score*, akan bersifat konservatif dengan menerbitkan hutang yang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas. Perusahaan yang berada pada kondisi finansial relatif baik umumnya memiliki *credit rating* yang tinggi sehingga manajernya akan lebih bersikap konservatif untuk mempertahankan rating tetap tinggi dan tidak jatuh. Dalam hal ini, perusahaan akan berusaha untuk mendapatkan *benefits* dari *rating* yang tinggi tersebut. Sedangkan perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang relatif buruk umumnya memiliki rating yang rendah, sehingga akan menerbitkan

hutang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas karena menginginkan peningkatan *credit rating*.

Dengan hasil yang terlihat dalam beberapa tabel tersebut, dapat diketahui bahwa hipotesa dalam penelitian Kisgen yang menyatakan perusahaan yang berada dalam kondisi keuangan yang relatif baik atau buruk, berdasarkan perhitungan *Credit Score*, akan menerbitkan hutang yang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas, tidak terbukti dalam penelitian ini. Hal tersebut juga memberi arti bahwa *credit rating* tidak menjadi pertimbangan manajer pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal. Dengan begitu menunjukkan bahwa *credit rating* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam pengambilan keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.

4.3.3 *Tradeoff Theory Tests*

Di bawah ini merupakan tabel ringkasan dari hasil regresi dengan OLS yang menunjukkan signifikansi keseluruhan dari masing-masing model penelitian dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, yang dilihat berdasarkan probabilitas *F-statistic* dengan α (5%) hasil dari pengolahan *e-views*. Dari tabel ini dapat diketahui bahwa dari pengujian *Tradeoff Theory Tests*, kedua model yang menunjukkan hasil signifikan.

Tabel 4.40

Ringkasan Signifikansi Model-*TOT Tests*

Pengujian	Signifikansi berdasarkan Uji-F
<i>TOT Test-POM</i>	signifikan
<i>TOT Test-HOL</i>	signifikan

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Ketiga tabel dibawah ini menunjukkan signifikansi hubungan masing-masing variabel dependen dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, dari kedua pengujian *TOT Tests* yang dilakukan. Selain itu, juga dicantumkan hasil penelitian Kisgen (2006) sebagai acuan dan perbandingan.

Tabel 4.41

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

TOT Test-POM

Variabel	Signifikansi berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
<i>Leverage Target- Adjustment</i>	signifikan	(+) positif dengan koefisien 0 hingga 1	(+) positif dengan koefisien 0.06
<i>Credit Rating Plus or Minus</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Tabel 4.42

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

TOT Test-HOL

Variabel	Signifikansi berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan yang ditemukan
<i>Leverage Target-Adjustment</i>	signifikan	(+) positif dengan koefisien 0 hingga 1	(+) positif dengan koefisien 0.06
<i>Credit Rating High or Low</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(+) positif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Dari beberapa tabel tersebut dapat diketahui bahwa *credit rating* sebagai variabel utama dalam penelitian ini, tidak satupun menunjukkan hasil yang signifikan walaupun dari hasil uji-F menunjukkan secara keseluruhan model yang diestimasi signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen, yakni keputusan struktur modal.

Dengan hasil tersebut, dapat diketahui bahwa hipotesa dalam penelitian Kisgen yang menyatakan manajer akan menyeimbangkan *discrete costs or benefits* yang ditimbulkan dari perubahan *rating* dengan *costs* atau *benefit* yang diimplikasikan dalam *tradeoff theory* tidak terbukti dalam penelitian ini. Pada penelitian sebelumnya, Kisgen menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *rating* mendekati perubahan baik meningkat (*near an upgrade*) maupun menurun (*near a downgrade*), maka perusahaan tersebut akan lebih mempertimbangkan efek dari *credit rating* jika dibandingkan dengan *Tradeoff Theory*. Sedangkan pada perusahaan yang memiliki *rating* yang tidak mendekati perubahan (*not near the change*), implikasi dari *Tradeoff Theory* lebih mempengaruhi pengambilan keputusan struktur

modal dibandingkan dengan *credit rating* itu sendiri. Namun kali ini, pernyataan tersebut tidak terbukti signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa *credit rating* tidak menjadi pertimbangan manajer pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal, dalam konteks *Tradeoff Theory*. Dengan begitu dapat disimpulkan bahwa *credit rating* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam pengambilan keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia apabila dilihat dari *Tradeoff Theory*.

Dalam pengujian ini dapat diketahui adanya implikasi lain disamping tidak berpengaruhnya *credit rating* terhadap struktur modal. Dari hasil regresi dengan *OLS* tersebut, yang menunjukkan signifikan kedua model berdasarkan Uji-F dan juga Uji-T pada variabel *Leverage Target-Adjustment*, serta koefisien variabel tersebut yang sesuai dengan estimasi, dapat dilihat bahwa *Tradeoff Theory* masih berlaku dan diterapkan pada perusahaan-perusahaan non-keuangan yang termasuk dalam sampel penelitian.

Sesuai dengan teori tersebut, dengan ini dapat dijelaskan bahwa dalam memutuskan pendanaan dengan modal, perusahaan tetap akan mempertimbangkan komposisi struktur modal yang dapat memaksimalkan *value* perusahaan dengan menyeimbangkan antara *tax advantage* dan keunggulan atau manfaat lain yang diperoleh dari hutang dengan *bankruptcy cost* dan biaya lain yang diakibatkan dari penggunaan hutang tersebut agar dapat menentukan *level of leverage* yang optimal bagi perusahaan. Penyeimbangan antara manfaat *tax shield* dari hutang dengan *financial distress* dan *agency cost* menyebabkan kedua biaya dan manfaat ini akan saling meniadakan (*trade off*) sehingga komposisi *leverage* menjadi optimal dalam struktur modal.

Dengan adanya implikasi lain dari hasil kedua pengujian tersebut, maka dapat diketahui bahwa perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia lebih

dipengaruhi oleh *Tradeoff Theory* dalam pengambilan keputusan struktur modal jika dibandingkan dengan implikasi dari naik-turun atau tinggi-rendahnya *credit rating*.

4.3.4 *Pecking Order Theory Tests*

Di bawah ini merupakan tabel ringkasan dari hasil regresi dengan OLS yang menunjukkan signifikansi keseluruhan dari masing-masing model penelitian dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, yang dilihat berdasarkan probabilitas *F-statistic* dengan α (5%) hasil dari pengolahan *e-views*, khusus untuk hasil dengan tanda (**) menggunakan α (10%). Dari tabel ini dapat diketahui bahwa dari kedua pengujian *Tradeoff Theory Tests*, hanya satu model yang menunjukkan hasil signifikan.

Tabel 4.43

Ringkasan Signifikansi Model-*POT Tests*

Pengujian	Signifikansi berdasarkan Uji-F
<i>POT Test-POM</i>	Signifikan**
<i>POT Test-HOL</i>	Tidak signifikan

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Ketiga tabel dibawah ini menunjukkan signifikansi hubungan masing-masing variabel dependen dalam mempengaruhi variabel dependen, yaitu keputusan struktur modal, dari kedua pengujian *POT Tests* yang dilakukan. Selain itu, juga dicantumkan hasil penelitian Kisgen (2006) sebagai acuan dan perbandingan.

Tabel 4.44

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

POT Test-POM

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan Yang Ditemukan
<i>Deficit</i>	signifikan	(+) positif Dengan koefisien mendekati 1	(+) positif dengan koefisien 0.06
<i>Credit Rating Plus or Minus</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Tabel 4.45

Hubungan Variabel Independen Terhadap Keputusan Struktur Modal

POT Test-HOL

Variabel	Signifikansi Berdasarkan Uji-T	Estimasi Hubungan berdasarkan penelitian Kisgen	Hubungan Yang Ditemukan
<i>Deficit</i>	signifikan**	(+) positif Dengan koefisien mendekati 1	(+) positif dengan koefisien 0.06
<i>Credit Rating High or Low</i>	tidak signifikan	(-) negatif	(-) negatif

Sumber: hasil *output e-views* dengan olahan *Microsoft Word*

Dari beberapa tabel tersebut dapat diketahui bahwa *credit rating* sebagai variabel utama dalam penelitian ini, tidak satupun menunjukkan hasil yang signifikan walaupun dari hasil uji-F terdapat satu model yang diestimasi signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen, yakni keputusan struktur modal.

Dengan hasil tersebut, dapat diketahui bahwa hipotesa dalam penelitian Kisgen yang menyatakan bahwa *credit rating* memiliki implikasi yang berbeda dengan *Pecking Order Theory* tidak terbukti dalam penelitian ini. Dalam penelitian sebelumnya, Kisgen menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *rating* mendekati perubahan meningkat (*upgrade*) atau *credit rating* tinggi akan lebih mementingkan efek dari *credit rating* itu sendiri daripada *Pecking Order Theory* dengan menerbitkan ekuitas daripada hutang untuk memperoleh manfaat dari *rating* yang tinggi tersebut. Sedangkan perusahaan yang memiliki *rating* mendekati perubahan menurun (*downgrade*) atau *credit rating* rendah juga akan menghindari penerbitan hutang untuk menghindari *extra costs* yang dihasilkan dari penurunan *rating* tersebut. Namun kali ini, pernyataan yang bertolak belakang dengan *Pecking Order Theory* tersebut tidak terbukti signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa *credit rating* tidak menjadi pertimbangan manajer pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini dalam mengambil keputusan mengenai struktur modal, dalam konteks *Pecking Order Theory*. Dengan begitu menunjukkan bahwa *credit rating* tidak memiliki pengaruh yang signifikan dalam pengambilan keputusan struktur modal pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia apabila dilihat dari *Pecking Order Theory*.

Dalam pengujian ini dapat diketahui adanya implikasi lain disamping tidak berpengaruhnya *credit rating* terhadap struktur modal. Dari hasil regresi dengan *OLS* tersebut, yang menunjukkan signifikan salah satu model berdasarkan Uji-F dan juga Uji-T pada variabel *deficit*, serta koefisien variabel tersebut yang walaupun kurang tetapi masih sesuai dengan estimasi, dapat dilihat bahwa *Pecking Order Theory* masih berlaku dan diterapkan pada perusahaan-perusahaan non-keuangan yang termasuk dalam sampel penelitian.

Sesuai dengan teori tersebut, model ini dapat menjelaskan bahwa dalam memutuskan pendanaan dengan modal, perusahaan akan memilih pembiayaan dengan *internal funds* terlebih dahulu yang berupa laba ditahan (*retained earnings*). Bila sumber pendanaan internal tersebut tidak mencukupi, barulah perusahaan beralih pada *external financing* yang dimulai dari hutang, penerbitan obligasi, dan terakhir dengan penerbitan saham. Hal ini dilakukan secara berurut karena indikasi bahwa *internal financing* merupakan pembiayaan yang paling aman dengan *transaction costs* rendah dan paling minimum terhadap risiko seperti *adverse selection* dan *asymmetric information*. Lalu kemudian hutang dan terakhir penerbitan ekuitas (saham) yang memiliki *costs* dan risiko tertinggi.

Dengan adanya implikasi lain dari hasil kedua pengujian tersebut, maka dapat diketahui bahwa perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia lebih dipengaruhi oleh *Pecking Order Theory* dalam pengambilan keputusan struktur modal jika dibandingkan dengan implikasi dari naik-turun atau tinggi-rendahnya *credit rating*.

4.3.5 Analisa Keseluruhan

Dari berbagai pengujian yang telah dilakukan, dapat dilihat dengan jelas bahwa secara umum *credit rating* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa keputusan struktur modal tidak semata-mata dipengaruhi oleh *rating*. *Credit rating* dapat menjadi pertimbangan bagi pihak manajerial, tetapi bukan menjadi alasan utama dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal. Terdapat faktor-faktor lain yang lebih signifikan dalam mempengaruhi keputusan struktur modal. Hal ini dibuktikan dengan beberapa variabel independen lain, selain *credit rating*, dan termasuk variabel *control* yang sebagian besar menunjukkan hasil yang signifikan dalam penelitian ini. Variabel *control* berupa proporsi hutang terhadap modal (LEVERAGE) dan ukuran perusahaan (SIZE) menunjukkan

pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal hampir di setiap pengujian model. Hasil tersebut juga didukung oleh beberapa penelitian terdahulu. Maness (1988) menyatakan bahwa beberapa faktor yang mempengaruhi penentuan struktur modal yang optimal, yaitu;

1. stabilitas penjualan
2. *operating leverage level*
3. *corporate taxes*
4. kadar resiko dari aktiva
5. *lenders* dan *rating agencies*
6. *internal cash flow*
7. pengendalian
8. kondisi ekonomi
9. *managerial preferences*
10. *debt covenant*
11. *agency cost*
12. profitabilitas

Rajan dan Zingales (1995) membuktikan bahwa *tangibility* dan ukuran perusahaan mempunyai hubungan positif dengan struktur modal, sedangkan profitabilitas memiliki hubungan negatif. Moh. Imron (2005) menyatakan bahwa *market power* dan *firm-size* mempengaruhi dengan signifikan secara positif terhadap kebijakan struktur modal. Selain itu, ia juga menemukan bahwa *profitability* dan struktur kepemilikan berhubungan negatif dengan struktur modal.

Selain itu, hasil regresi *credit rating*, sebagai variabel penjelas keputusan struktur modal, yang tidak konsisten dengan hasil penelitian Kisgen (2006) juga dapat disebabkan oleh perbedaan sumber data *rating* yang digunakan. Kisgen dalam *paper* yang berjudul *Credit Ratings and Capital Structure* menggunakan data *rating* yang berasal dari *Standard and Poor's (S&P) Rating Service*, yaitu sebuah perusahaan pemeringkat internasional, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan data *credit rating* dari Pefindo. Dalam melakukan tugasnya, Pefindo melakukan kerjasama dengan *S&P*. Pada umumnya, dasar pemeringkatan yang dilakukan Pefindo konsisten dengan kriteria dan metodologi yang digunakan *S&P*, tetapi masih terdapat perbedaan, yaitu peringkat Pefindo didasarkan pada perbandingan analisa resiko kredit perusahaan dengan mempertimbangkan hanya pada resiko negara Indonesia saja. Sementara itu, *S&P* menggunakan pemeringkatan dalam skala global, sehingga hasil pemeringkatan Pefindo tidak dapat diperbandingkan secara langsung dengan hasil pemeringkatan *S&P* baik secara global maupun regional (www.e-samuel.com).

Baru mulai berkembangnya pasar obligasi di Indonesia beberapa tahun terakhir, membuat penggunaan *credit rating* kian marak, karena *credit rating* harus dimiliki oleh setiap perusahaan penerbit (obligor). Namun hal ini belum membuat banyak perusahaan menganggap *credit rating* sebagai salah satu faktor penentu yang crucial dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal (Sharlini Cita, 2007). Oleh sebab itu, wajar adanya apabila *credit rating* belum signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal. Kurangnya perhatian pihak manajerial terhadap *rating* dalam penentuan struktur modal mungkin saja dipengaruhi oleh pandangan negatif terhadap lembaga pemeringkat (*ratings agencies*). *Rating Agencies* dikenal lambat

dalam meng-update rating (Altman dan Rijken, 2004). Rating diperbaharui hanya ketika agencies tersebut yakin perubahan dalam profil risiko perusahaan akan cenderung bersifat permanen. Hal ini dilakukan dengan tujuan menjaga stabilitas rating karena klien rating agencies tersebut tidak ingin melihat rating berubah hanya karena disebabkan perubahan kecil dalam prospek perusahaan. Dengan begitu, rating memiliki sensitivitas yang rendah dalam memberi informasi mengenai fluktuasi kualitas kredit dalam jangka pendek (Hovakimian, Kayhan, dan Titman, 2008). Hal ini menambah penjelasan mengapa credit rating tidak signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal.

