

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

“Motivasi seseorang untuk memperoleh keuntungan dapat diwujudkan dalam melakukan kegiatan seperti berinvestasi”. “Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) investasi diartikan sebagai penanaman modal, biasanya dalam jangka panjang untuk pengadaan aset lengkap atau pembelian saham-saham dan surat berharga lain yang bertujuan untuk memperoleh keuntungan.”

Menurut Gibson (2013), “Investasi didefinisikan sebagai peningkatan ekuitas perusahaan yang dihasilkan dari pemindahan modal ke perusahaan dari perusahaan lain untuk meningkatkan kepemilikan (atau ekuitas) di perusahaan yang menginvestasikan dananya. Dalam hal ini aset merupakan suatu investasi yang paling umum diterima oleh investor sebagai investasi, bentuk investasi lainnya juga dapat berupa konversi dari kewajiban utang perusahaan”. Investor dapat menanam modalnya dalam investasi jangka pendek maupun jangka panjang untuk menghasilkan *return* sehingga investasi dapat berguna untuk meningkatkan nilai aset yang dimiliki.

Dalam berinvestasi terdapat beberapa jenis investasi yaitu: yang pertama adalah investasi dalam saham biasa (pemilik saham biasa memiliki kesempatan untuk mendapatkan *dividend* dan juga dapat memiliki kemampuan untuk mengendalikan manajemen dalam perusahaan serta mendapatkan *capital gain* jika menjual), kemudian yang kedua adalah investasi berupa deposito (terima *return* yang tetap), kemudian yang ketiga adalah investasi dalam obligasi (mendapatkan bunga dan *capital gain* jika menjual).

Salah satu motivasi investor dalam berinvestasi yaitu untuk memperoleh pendapatan bunga. Suku bunga yang terdapat dalam investasi bisa menjadi faktor penunjang keuntungan yang dimiliki saat ini. Dengan memanfaatkan suku bunga yang ada di dalam investasi, banyak investor yang cenderung melakukan investasi

jangka panjang dikarenakan adanya manfaat efek *compounding* (bunga berbunga) dalam meningkatkan valuasi dananya dari waktu ke waktu.

Pemerintah juga menyediakan program investasi yang dinamakan investasi pemerintah. Dalam “PERATURAN PEMERINTAH REPUBLIK INDONESIA NOMOR 43 TAHUN 2020 tentang perubahan” atas PERATURAN PEMERINTAH NOMOR 23 TAHUN 2020, “tentang pelaksanaan program pemulihan ekonomi nasional dalam rangka mendukung kebijakan keuangan negara untuk penanganan pandemi *Corona Virus Disease 2019 (COVID- 19)* di pasal 1 disebutkan bahwa, investasi Pemerintah adalah penempatan sejumlah dana dan atau aset keuangan dalam jangka panjang untuk investasi dalam bentuk saham, surat utang, dan/atau investasi langsung guna memperoleh manfaat ekonomi, sosial, dan/atau manfaat lainnya”.

Sarana agar kegiatan investasi dapat berjalan dengan lancar bagi investor dan perusahaan adalah dengan adanya pasar modal. Berdasarkan laman Otoritas Jasa Keuangan, ”pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksadana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya”. Peran pasar modal untuk investor yaitu sebagai perantara dari kegiatan jual beli investasi serta berperan bagi perusahaan maupun institusi (dalam hal ini yaitu lembaga pemerintah) untuk memperoleh pendanaan.

Dalam Undang-Undang Republik Indonesia, “tentang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 mendefinisikan bahwa, pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek”. Berdasarkan *Weygandt, et al* (2019), “obligasi (*bonds*) adalah bentuk wesel bayar berbunga yang diterbitkan oleh perusahaan, universitas, dan lembaga pemerintah”. Obligasi ini termasuk salah satu produk keuangan yang diperdagangkan dipasar modal. Berdasarkan rangkuman Kontan, “dari lima besar instrumen investasi yang berhasil memberikan *return* terbesar ditahun 2020, produk berbasis obligasi mendominasi peringkat tersebut. Pada urutan ketiga ada obligasi

pemerintah atau INDOBeX *Government Total Return* yang naik sebanyak 14,77% secara *year to date (ytd)*, disusul obligasi korporasi atau INDOBeX *Government Total Return* yang naik 11,09%. Ada juga Infovesta 90 *Fixed Income Fund* Indeks atau reksadana pendapatan tetap yang memberikan *return* 10,35% ytd. Selain itu, di 2019 investor cenderung *risk averse* atau menjauhi risiko dari manajer investasi bermasalah. Jadi, aset-aset *non risk* seperti obligasi dianggap memiliki prospek yang lebih baik dan aman, terlebih jika dibandingkan dengan saham yang kulturnya adalah kepemilikan dan riskan untuk *out perform*” (www.kontan.co.id).

Tabel 1. 1 Rekapitulasi Perdagangan Obligasi korporasi (dalam jutaan Rupiah)

Periode	Outstanding	Volume (juta)	Freq
2015	249,879,900.00	187,655,445.10	22,279
2016	311,678,550.00	224,317,968.00	24,398
2017	387,329,515.00	322,133,270.00	30,476
2018	411,857,395.00	327,616,844.00	30,324
2019	445,101,358.89	388,435,483.00	36,769
2020	425,708,853.84	377,544,298.00	37,788

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Berdasarkan tabel 1.1 obligasi korporasi menunjukkan peningkatan. Pada tahun 2016 *outstanding* berjumlah Rp 311,678 triliun mengalami peningkatan sebesar 24,7% dari tahun 2015. Peningkatan obligasi pada tahun 2017 dengan jumlah *outstanding* Rp 387,329 triliun mengalami peningkatan sebesar 24,3% dari tahun 2016. Peningkatan obligasi pada tahun 2018 dengan jumlah *outstanding* Rp 411,857 triliun meningkat sebesar 6,3% dari tahun 2017. Peningkatan obligasi di tahun 2019 dengan jumlah *outstanding* Rp 445,101 triliun mengalami peningkatan sebesar 8,1% dari tahun 2018. Tahun 2020 terjadi sedikit penurunan jumlah *outstanding* sebesar Rp 445,101 triliun yang mengalami penurunan sebesar -4,3% dari tahun 2019. Direktur Utama PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) Salyadi Saputra menyampaikan, “penurunan total *outstanding* tersebut menunjukkan jumlah obligasi yang jatuh tempo dan pokoknya dibayar lunas lebih besar dibandingkan jumlah obligasi yang diterbitkan” (www.bisnis.com). Direktur Utama Pefindo Salyadi juga menyebutkan bahwa, “Selain kebutuhan pendanaan yang berkurang dari sejumlah perusahaan, penerbitan obligasi pada semester I/2020

yang rendah juga dipicu oleh tingkat suku bunga tinggi, posisi *wait and see* dari investor, dan kondisi pandemi Covid-19” (www.bisnis.com).

Perusahaan sektor keuangan pada tahun-tahun sebelumnya mendominasi penawaran obligasi dibandingkan sektor-sektor lainnya. Namun di tahun 2020 sektor keuangan mengalami penurunan dalam penawaran obligasi. Tren penurunan penerbitan obligasi pada sektor keuangan terdapat pada tabel dibawah ini.

Gambar 1. 1 Tren Penerbitan Obligasi

EXHIBIT 14. NEW DEBT SECURITIES ISSUANCE BY INDUSTRY (IDR TRILLION)				
Investor	2018	2019	2020*	Share (%)*
Multifinance	23,926	26,421	10,856	15.6%
Special financial institutions***	17,940	31,375	8,841	12.7%
Power and energy	7,518	11,020	8,542	12.3%
Financing**	7,970	6,794	6,447	9.3%
Banking	26,073	24,287	6,190	8.9%
Mining	2,076	2,239	5,362	7.7%
Pulp and paper	12,073	4,469	4,291	6.2%
Telecommunications	7,455	8,970	3,182	4.6%
Fertilizer	NA	NA	2,437	3.5%
Chemicals	1,660	1,250	2,344	3.4%
Plantations	1,739	2,921	2,326	3.4%
Airports	750	NA	2,250	3.2%
Other	300	2,000	2,006	2.9%
Total	132,423	146,488	69,371	100.0%

Sumber: (www.pefindo.com)

Jika dilihat dari tabel 1.1 diatas, kesimpulan yang dapat diambil adalah perusahaan sektor keuangan di tahun 2020 yang mengalami penurunan penerbitan obligasi yaitu: *multifinance* di tahun 2020 mengalami penurunan sebesar -59% dari tahun 2019, *special financial institutions* mengalami penurunan di tahun 2020 sebesar -72% dari tahun 2019, *financing* turun sebesar -5% di tahun 2020 dari tahun 2019, *banking* juga mengalami penurunan sebesar -75% di tahun 2020 dari tahun 2019. Hal sebaliknya dialami oleh perusahaan sektor non keuangan di tahun 2020, sektor non keuangan yang ditunjukkan pada tabel 1.1 terlihat adanya peningkatan penerbitan obligasi. Sebagai contoh yaitu perusahaan pertambangan (*mining*)

mengalami peningkatan dalam penerbitan obligasi sebesar 139% di tahun 2020 dari tahun 2019. Jika dirata-ratakan berdasarkan peningkatan dan penurunan obligasi pada masing-masing sektor yaitu non keuangan dan keuangan, dapat diperoleh hasil yaitu sebesar 13% perusahaan non keuangan memiliki rata-rata kenaikan pada penerbitan obligasi di tahun 2019 sampai dengan tahun 2020. Kemudian untuk perusahaan keuangan jika dirata-ratakan diperoleh hasil sebesar -53% untuk penurunan penerbitan obligasi ditahun 2019 sampai dengan tahun 2020.

Direktur Utama PEFINDO Salyadi Saputra mengatakan, “penurunan nilai penerbitan surat utang perusahaan perbankan tak terlepas dari pertumbuhan kredit yang sangat rendah sehingga bank kebanjiran likuiditas dan tidak bermasalah dengan permodalan. Industri *multifinance* juga tengah mengalami pertumbuhan pembiayaan yang rendah tahun ini yang berdampak pada pertumbuhan aset yang juga rendah sehingga kebutuhan pendanaan pun ikut menyusut” (www.bisnis.com).

Menurut Bursa Efek Indonesia (BEI) menyatakan bahwa, “Obligasi merupakan surat utang jangka menengah panjang yang dapat dipindahtangankan, yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut” (www.idx.co.id). Obligasi dapat memberikan *profit* bagi investor yaitu penerimaan berupa kupon yang dibayarkan secara rutin oleh penerbit obligasi kepada investor yang jumlah kuponnya diatur berdasarkan kesepakatan dari penerbit obligasi dan investor, normalnya pembayaran kupon obligasi dilakukan setiap tiga (3) atau enam (6) bulan sekali.

Dalam berinvestasi obligasi, terdapat kemungkinan risiko didalam instrumen obligasi salah satunya adalah risiko *default* yaitu merupakan kondisi saat penerbit obligasi tidak memiliki kemampuan untuk membayar kupon dan nilai pokok utangnya. Kemudian ada risiko likuiditas risiko ini timbul ketika tidak likuidnya suatu obligasi diperdagangkan dalam pasar sekunder. Lalu ada risiko maturitas yang memiliki kaitan dengan waktu jatuh tempo obligasi, semakin lama jangka waktu obligasi dibayar semakin kecil kemungkinan obligasi itu untuk dilunasi.

Seorang investor perlu untuk menganalisa probabilitas perusahaan penerbit obligasi dalam membayar kewajibannya. Informasi mengenai seberapa mampu perusahaan penerbit obligasi dalam membayar obligasinya dapat dilihat melalui peringkat obligasi pada perusahaan yang menerbitkan obligasi (*issuer*) tersebut. Menurut Adrian (2011) dalam Wijaya (2019), “Peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan pengutang dan kemungkinan apa yang dapat dan akan dilakukan sehubungan utang yang dimiliki”. Peringkat obligasi diharapkan mampu menjadi sarana bagi investor sebagai acuan dalam berinvestasi pada obligasi, karena peringkat ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi untuk investor. Obligasi yang memiliki risiko rendah adalah obligasi yang mempunyai peringkat tinggi sedangkan obligasi perusahaan yang berperingkat rendah biasanya menawarkan *yield* yang tinggi untuk menarik investor untuk berinvestasi.

Sebelum obligasi diterbitkan ke pasar modal, obligasi sebaiknya diperingkat oleh lembaga pemeringkat yang memberikan informasi mengenai risiko kredit dan peringkat perusahaan sebagai acuan investor dalam memilih obligasi. “Lembaga pemeringkat yang diakui oleh Otoritas Jasa Keuangan yaitu: *Fitch Ratings, moody’s investor services, Standard and Poor’s, PT Fitch Ratings Indonesia, PT Pemeringkat Efek Indonesia*” (www.ojk.go.id).

Penelitian ini memakai data peringkat obligasi yang diterbitkan oleh PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) karena lebih dari 700 perusahaan dan pemerintah daerah yang telah diperingkat, serta PT. PEFINDO mempublikasikan peringkat obligasi setiap bulannya. “Peringkat obligasi PT. PEFINDO dikelompokkan menjadi dua kategori yaitu: *investment grade* (idAAA, idAA+, idAA, idAA-, idA+, idA, idA-, idBBB+, idBBB, idBBB- dan *non investment grade* (idBB+, idBB, idBB-, idB+, idB, idB-, idCCC, idSD, idD)” (www.pefindo.com). *Investment grade* menunjukkan risiko gagal bayar yang rendah dan *non investment grade* menunjukkan risiko gagal bayar yang tinggi karena kurangnya kemampuan perusahaan dalam membayar utang. Semakin rendah peringkat obligasi, memberikan sinyal kurangnya kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban obligasi kepada investor.

Berikut merupakan contoh kasus penurunan peringkat obligasi sektor non keuangan yang diperingkat oleh PT PEFINDO kepada PT Tiphone *Mobile* Indonesia Tbk. “Berdasarkan siaran pers PT PEFINDO tanggal 14 Juli 2020, PEFINDO telah menurunkan peringkat Obligasi Berkelanjutan I Tiphone Tahap II Tahun 2016 Seri C yang diterbitkan oleh PT Tiphone Mobile Indonesia Tbk. (TELE) menjadi "idD" dari "idCCC". Penurunan peringkat merefleksikan kegagalan TELE dalam membayar kupon obligasi yang jatuh tempo pada 14 Juli 2020 senilai Rp3,9 miliar, berdasarkan pengumuman KSEI No.KSEI-7317/DIR/0720 mengenai penundanaan pembayaran Bunga Ke-15 Obligasi Berkelanjutan I Tiphone Tahap II Tahun 2016 Seri C (TELE01CCN2)” (www.pefindo.com).

Akibatnya, “Bursa Efek Indonesia (BEI) memperpanjang suspensi atau penghentian sementara perdagangan saham PT Tiphone Mobile Indonesia Tbk (TELE). Suspensi berlaku untuk seluruh pasar mulai perdagangan selasa, 14 Juli 2020 sesi I. Kepala Divisi Penilaian Perusahaan 2 BEI, Vera Florida dalam keterbukaan informasinya menyebutkan, suspensi diperpanjang sehubungan dengan gagal bayar obligasi Tiphone. Pada 10 Juni dan 22 Juni, BEI sudah mengenakan penghentian sementara perdagangan saham Tiphone. Saham TELE sebelum disuspensi sebesar Rp121 per lembar. Suspensi diperpanjang dengan merujuk pengumuman PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) tentang penundaan pembayaran bunga ke-15 Obligasi BKLJ I Tiphone Tahap II Tahun 2016 Seri C (TELE01CCN2)” (news.demokrasi.co.id). Dalam hal ini dampak yang didapat bagi investor yaitu adanya ketidakmampuan dari perusahaan untuk membayarkan kewajiban bunga / kupon kepada investor.

Kemudian, berikut ini merupakan contoh kasus PT PEFINDO memberikan peringkat obligasi AA- pada PT Chandra Asri Petrochemical Tbk. Berdasarkan siaran pers PT PEFINDO tanggal 16 Juli 2020, “PEFINDO memberikan peringkat idAA- kepada rencana Obligasi Berkelanjutan III PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (TPIA) sebesar maksimal Rp5 triliun yang akan diterbitkan secara bertahap selama dua tahun ke depan. Dana yang diperoleh dari penerbitan tahap pertama pada tahun ini sebesar maksimal Rp1 triliun akan digunakan untuk membiayai

kebutuhan modal kerja/keperluan umum Perusahaan. Lalu, sisa tahap dari Obligasi Berkelanjutan III tersebut yang akan diterbitkan pada tahun-tahun selanjutnya akan digunakan untuk membiayai modal kerja/keperluan umum Perusahaan dan/atau pembiayaan kembali fasilitas utang Perusahaan” (www.pefindo.com).

Hal ini berdampak pada PT Chandra Asri Petrochemical Tbk tanggal 7 Mei 2021 didalam berita yang berisikan, “PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (TPIA), perusahaan petrokimia terintegrasi terbesar di Indonesia, menyelesaikan penawaran umum berkelanjutan obligasi yang pertama tahun ini senilai Rp1 triliun. Surat utang tersebut diburu investor hingga kelebihan permintaan (*oversubscribed*). PT BCA Sekuritas, PT DBS Vickers Sekuritas Indonesia, dan PT Bahana Sekuritas mendukung perseroan dalam penawaran obligasi tersebut, dengan PT Bank Tabungan Negara Tbk (BTN) sebagai wali amanat. Transaksi ini menandai keberhasilan Chandra Asri dalam memasuki pasar *fixed income* domestik. Obligasi tersebut merupakan bagian dari Penawaran Umum Berkelanjutan (PUB) III senilai total Rp5 triliun selama periode 2020-2022” (www.investor.id).

“Dengan lebih dari Rp 6,1 triliun yang telah diterbitkan sejak awal dan banyak investor yang senang hingga saat ini, program obligasi kami menawarkan pilihan yang kredibel bagi investor yang ingin meningkatkan imbal hasil mereka, diimbangi dengan fokus holistik dalam mempertahankan standar *environmental, social, and governance (ESG)* yang tinggi,” kata Presiden Direktur Chandra Asri Petrochemical Erwin Ciputra dalam keterangan tertulis, Kamis (6/5)” (www.investor.id).

Menurut Erwin Ciputra selaku Direktur Chandra Asri Petrochemical, “penerbitan tersebut kembali mendapat peringkat AA- dari PEFINDO, lembaga pemeringkat kredit tertua dan terpercaya di Indonesia. Pefindo menilai sangat kuat kapasitas Chandra Asri untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang atas surat utang dibandingkan penerbit obligasi Indonesia lainnya” (www.investor.id).

Secara umum metodologi pemeringkatan PT. PEFINDO untuk sektor korporasi selain lembaga keuangan (*non financial institutions*) mencakup “tiga

risiko utama sebagai berikut: risiko industri (*industry risk*), risiko bisnis (*business risk*) dan risiko keuangan (*financial risk*). Berikut merupakan dasar penilaian dari masing-masing risiko yaitu”:

1. Risiko industri dinilai “berdasarkan analisis terhadap lima faktor risiko utama yaitu”:
 - A. “Pertumbuhan dan stabilitas industri (*industry growth and stability*)”.
 - B. “Penghasilan dan struktur biaya dari industri (*revenue and cost structures*)”.
 - C. “Hambatan masuk dan persaingan di dalam industri (*barrier to entry and competition within the industry*)”.
 - D. “Peraturan Industri (*Industry Regulation*)”.
 - E. “Profil keuangan (*financial profile*)”.
2. Risiko bisnis dinilai berdasarkan “faktor-faktor kunci keberhasilan (*key success factors*) dari industri dimana perusahaan tersebut digolongkan. Faktor-faktor kunci keberhasilannya diantaranya adalah”:
 - A. “Posisi pasar”.
 - B. “Diversifikasi”.
 - C. “Pengadaan bahan baku”.
 - D. “Manajemen operasi”.
3. Risiko keuangan dinilai “berdasarkan empat bidang utama yaitu”:

“Kebijakan keuangan (*financial policy*), struktur permodalan (*capital structure*), perlindungan arus kas dan likuiditas (*cash flow protection and liquidity*) dan fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*)” (www.pefindo.com).

Terdapat berbagai variabel yang memengaruhi peringkat obligasi dan yang akan diteliti dalam penelitian ini yaitu: *good corporate governance*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan solvabilitas yang mungkin memengaruhi peringkat obligasi pada perusahaan sektor non keuangan.

Menurut *Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)* (2019) “*good corporate governance* adalah serangkaian mekanisme yang mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai

dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*)”. Penelitian ini menggunakan proksi kepemilikan institusional. Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka pengawasan terhadap manajemen perusahaan terkait filosofi, strategi dan kebijakan yang diambil perusahaan untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan di masa depan dapat meningkat, serta mengurangi risiko keuangan perusahaan di masa depan. Ketika pengawasan eksternal melalui kepemilikan institusional meningkat maka kepemilikan institusional akan ikut dalam menentukan kebijakan perusahaan, dan memilih direksi di perusahaan melalui rapat umum pemegang saham, maka akan menambah keefektifan tingkat kontrol kepada manajemen perusahaan. Ketika tingkat control kepada manajemen tersebut meningkat maka dapat mengurangi tindakan manajemen laba. Ketika manajemen laba berkurang, kecenderungan modifikasi laporan keuangan dari pihak manajemen juga berkurang. Kecenderungan modifikasi laporan keuangan yang berkurang akan membuat target keuangan perusahaan dalam pertumbuhan, *leverage*, struktur utang dan kebijakan dividen untuk proyeksi di masa depan dapat semakin tepat prediksinya contoh prediksinya misalnya dalam memprediksi laba dapat lebih akurat. Hal ini dapat mengurangi risiko bisnis pada bagian kebijakan manajemen operasi sehingga mengurangi risiko gagal bayar.

Penelitian pengaruh *good corporate governance* terhadap peringkat obligasi yang diproksikan dengan kepemilikan institusional oleh Marfiah (2016), menghasilkan bahwa “kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi”. Sementara hasil penelitian Mariana (2016) menyatakan bahwa, “variabel *good corporate governance* dengan proksi kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh pada peringkat obligasi”.

Menurut (Brigham dan Houston, 2010), “ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan pengelompokan perusahaan kedalam beberapa kategori seperti perusahaan ukuran kecil, perusahaan sedang dan perusahaan besar”. Ukuran perusahaan itu sendiri dapat dilihat dari total asetnya. Semakin besar total aset sebuah perusahaan maka ukuran perusahaan tersebut juga semakin besar sehingga perusahaan dapat memiliki aset dengan jumlah yang banyak. Aset tersebut berupa

mesin yang dapat memproduksi barang jadi. Dengan kepemilikan aset perusahaan berupa mesin yang banyak, maka kegiatan operasional perusahaan yaitu kegiatan manufakturnya dapat berjalan semakin produktif. Produktifitas perusahaan yang semakin meningkat akan menghasilkan barang jadi yang mampu meningkatkan penjualan perusahaan. Ketika penjualan perusahaan meningkat diasumsikan biaya turun atau stagnan contohnya yaitu ada penghematan biaya *repair* atau biaya listrik yang lebih hemat maka laba yang diterima perusahaan meningkat. Dari laba yang meningkat, kemampuan perusahaan dalam membayar utang bunga dan pokok obligasi akan semakin tinggi dan hal tersebut dapat menurunkan risiko keuangan pada bagian fleksibilitas keuangan dan juga menurunkan tingkat risiko gagal bayar sehingga dapat membuat peringkat obligasi perusahaan semakin tinggi. Penelitian pengaruh ukuran perusahaan terhadap peringkat obligasi yang diproksikan dengan $\ln Total Asset (TA)$ oleh Wijayanti (2014) dalam Pratiwi dan V. Santi (2018) menghasilkan bahwa “ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi”. Namun hasil penelitian Felicia, dan Sufiyati (2020) menyatakan bahwa “ukuran perusahaan (*firm size*) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi”.

Profitabilitas bertujuan “untuk mengukur pendapatan atau keberhasilan operasi suatu perusahaan untuk jangka waktu tertentu” (Weygandt et al.,2019). Menurut Kurniawan dan Suwarti (2017) menyatakan “Profitabilitas suatu perusahaan diukur dengan kesuksesan perusahaan dalam perolehan laba dan kemampuan menggunakan aset secara produktif, maka profitabilitas suatu perusahaan dapat diketahui dengan memperbandingkan antara laba yang diperoleh dalam suatu periode dengan jumlah aset atau jumlah modal perusahaan tersebut.” Untuk mengukur profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan *return on asset (ROA)*. *ROA* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menggunakan seluruh asetnya dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi *ROA* perusahaan maka semakin efisien perusahaan menggunakan asetnya untuk menghasilkan laba. Dengan laba yang semakin meningkat, perusahaan dapat menurunkan risiko industri pada bagian penghasilan dan struktur biaya dari industri. Ketika perusahaan memiliki laba yang tinggi, perusahaan dapat membayar biaya kegiatan operasional

dalam hal ini berupa biaya variabel perusahaan dan juga dapat membayar kewajiban bunga dan pokok obligasi dengan tepat waktu. Ketika perusahaan dapat membayar utang dengan tepat waktu, hal itu dapat mencerminkan bahwa perusahaan tersebut memiliki risiko gagal bayar (*default risk*) yang rendah. Ketika perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang rendah maka peringkat obligasi yang diberikan akan semakin tinggi. Maka semakin tinggi rasio profitabilitas akan semakin tinggi pula peringkat obligasi yang diperoleh. Penelitian pengaruh profitabilitas terhadap peringkat obligasi yang diproksikan dengan *return on asset (ROA)* oleh Reysent dan Kurnia (2016), “menghasilkan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets (ROA)* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi”. Sementara hasil penelitian Dewi dan Yasa (2016), “menyatakan bahwa variabel profitabilitas dengan proksi *ROA* menunjukkan hasil yang positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi”.

Menurut (Parrino et al., 2017) “*Leverage* mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang daripada modal untuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang, seperti pembayaran bunga obligasi dan *lease payments*”. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cash flow from operating to total liabilities (CFOTL)*. *CFOTL* adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya dengan menggunakan kas dari aktivitas operasi dalam laporan arus kas. Terdapat salah satu komponen yang ada dalam laporan arus kas yaitu komponen laba bersih. Definisi laba bersih menurut Weygandt, et al (2019), “yaitu ketika penjualan atau pendapatan lebih besar dari biaya, maka hasil yang didapati adalah laba bersih. Hal sebaliknya jika biaya melebihi penjualan atau pendapatan maka hasil yang didapati yaitu kerugian bersih”. Ketika penjualan meningkat diimbangi dengan beban yang efisien membuat laba bersih atau *net income* yang diperoleh menjadi tinggi. Dengan laba yang tinggi *retained earning* juga menjadi tinggi, jika *retained earning* tinggi maka ekuitasnya juga tinggi, jadi jika ada kebutuhan dalam pembiayaan perusahaan termasuk dalam pembayaran hutang, perusahaan lebih baik menggunakan modal sendiri. Ketika perusahaan lebih banyak membiayai kegiatan misalnya melakukan pembelian bahan baku dengan kualitas

yang baik untuk menambah minat konsumen sehingga meningkatkan penjualan dengan asumsi beban yang efisien sehingga labanya tinggi, kemudian *retained earning* tinggi sehingga ekuitasnya menjadi tinggi. Jika perusahaan lebih banyak menggunakan modalnya dibanding menggunakan hutang, maka hutang yang dimiliki perusahaan akan menjadi rendah. Dengan hutang yang rendah membuat *cash flow from operating* menjadi tinggi jadi solvabilitas juga menjadi tinggi. Semakin tinggi solvabilitas perusahaan, ekuitas yang dimiliki perusahaan juga semakin banyak. Ketika perusahaan memiliki ekuitas yang banyak maka kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya berupa bunga dan pokok obligasinya akan semakin besar sehingga dapat menurunkan risiko gagal bayar. Dengan risiko gagal bayar yang rendah, akan menurunkan risiko keuangan pada bagian struktur permodalan sehingga peringkat obligasi perusahaan akan menjadi tinggi. Hasil penelitian oleh Dewi dan Yasa (2016), “menyebutkan bahwa solvabilitas dengan proksi *CFOTL* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi perusahaan”. Namun hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Hengki dan Eka, 2015) dalam (Rusfika dan Wahidahwati 2017), “yang menyatakan bahwa *leverage* tidak memiliki pengaruh secara signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan”.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Dewi dan Yasa (2016). perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu:

1. Penelitian ini menambahkan satu variabel independen yaitu: ukuran perusahaan (Suprpto dan Aini, 2019).
2. Penelitian ini tidak meneliti kembali variabel independen likuiditas dikarenakan variabel tersebut tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi, yang nantinya dapat memperburuk model penelitian.
3. Penelitian ini tidak menggunakan proksi dari *Indonesia Institute of Corporate Governance (IICG)* yaitu *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* untuk proksi *GCG* melainkan menggunakan proksi kepemilikan institusional

untuk variabel *GCG*. Hal ini dilakukan agar tidak terjadi kendala yaitu data yang sulit diperoleh dalam pengambilan data untuk variabel *GCG*.

1.2 Batasan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, berikut adalah batasan-batasan masalah dalam penelitian ini:

1. Objek penelitian yang diteliti adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dan diperingkat oleh PT. PEFINDO selama tahun 2018 sampai dengan tahun 2020.
2. Variabel terikat (*dependent variable*) yang diteliti adalah peringkat obligasi dan variabel bebas (*independent variabel*) yang diteliti adalah *good corporate governance* yang diproksikan dengan kepemilikan institusional (INST), ukuran perusahaan yang diproksikan dengan logaritma natural *Total Asset* (TA), profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* (ROA), solvabilitas yang diproksikan dengan *cash flow from operating to total liability* (CFOTL).

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, rumusan-rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah *good corporate governance* yang diproksikan dengan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?
2. Apakah ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *Ln total asset* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?
3. Apakah profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* ratio berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?
4. Apakah solvabilitas yang diproksikan dengan *cash flow from operating to total liability* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk memperoleh bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh positif *good corporate governance* yang diproksikan dengan kepemilikan institusional terhadap peringkat obligasi.
2. Pengaruh positif ukuran perusahaan yang diproksikan dengan *Ln total asset* terhadap peringkat obligasi.
3. Pengaruh positif profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset ratio* terhadap peringkat obligasi.
4. Pengaruh positif solvabilitas yang diproksikan dengan *cash flow from operating to total liability* terhadap peringkat obligasi.

1.5 Manfaat Penelitian

Informasi yang ada dalam penelitian ini, diharapkan dapat bermanfaat bagi:

1. Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan panduan dan menjadi pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi di instrument obligasi perusahaan sektor non keuangan sehingga investor memiliki langkah yang tepat untuk mengambil keputusan dan mengurangi adanya risiko kerugian.

2. Perusahaan

Diharapkan menjadi masukan untuk perusahaan mengenai faktor-faktor yang berpotensi memiliki pengaruh pada peringkat obligasi, sehingga obligasi yang diterbitkan perusahaan penerbit dapat mencapai peringkat yang tinggi.

3. Mahasiswa dan akademisi

Diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dan memberikan wawasan pengetahuan ketika melakukan penelitian lanjutan di bidang yang sama mengenai peringkat obligasi.

4. Peneliti

Diharapkan dapat meningkatkan pengetahuan serta memperluas wawasan mengenai pengaruh *good corporate governance*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan solvabilitas, terhadap peringkat obligasi.

1.6 Sistematika Penulisan

Gambaran umum mengenai apa yang akan dibahas dalam penelitian ini, terlampir pada sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisikan tentang Latar Belakang Penelitian, Batasan Masalah, Rumusan Masalah, Tujuan Penelitian, Manfaat Penelitian, dan Sistematika Penulisan.

BAB II TELAAH LITERATUR

Bab ini berisikan uraian tentang landasan teori mengenai peringkat obligasi sebagai variabel dependen, teori variabel-variabel independen (*good corporate governance*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan solvabilitas), hasil penelitian sebelumnya, hipotesis dan model penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini memaparkan metode penelitian yang dipakai dalam penjelasan setiap variabel penelitian, populasi, sampel, jenis data, sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis data yang digunakan didalam penelitian ini yaitu: Statistik deskriptif, menilai *model fit*, uji *cox & snell's r square* dan *nagelkerke's r square*, *goodness of fit test*, uji hipotesis menggunakan *ordinal logistic regression*, dan uji *parallel lines*.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini memaparkan uraian terkait deskripsi penelitian dari data yang telah diperoleh, hasil pengujian, dan analisis hipotesis menggunakan regresi logistik *ordinal*, serta pembahasan mengenai hasil penelitian.

BAB V SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Dalam bab ini berisikan simpulan, keterbatasan, saran, dan implikasi berdasarkan hasil dari penelitian yang telah dilakukan.