

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Dalam menjalankan suatu perusahaan, modal merupakan komponen yang penting untuk menjaga kelangsungan bisnis. Undang-Undang Republik Indonesia No. 25 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal mendefinisikan modal sebagai “aset dalam bentuk uang atau bentuk lain yang bukan uang yang dimiliki oleh penanam modal yang mempunyai nilai ekonomis”. Adapun modal dapat diterima oleh perusahaan melalui investasi. “Investasi yaitu menyimpan uang atau dana dengan adanya suatu risiko yang terkandung di dalamnya” (Rahim, 2023). Selain bermanfaat untuk pihak perusahaan yang diinvestasikan, investasi juga bermanfaat bagi pihak yang berinvestasi. Untuk itu, perusahaan memerlukan media yang tepat dalam berinvestasi, seperti pasar modal.

Purba & Mahendra (2023) menjelaskan bahwa “pasar modal secara umum merupakan suatu tempat bertemunya para penjual dan pembeli untuk melakukan transaksi dalam rangka memperoleh modal. Penjual dalam pasar modal merupakan perusahaan yang membutuhkan modal (emiten), sehingga emiten berusaha untuk menjual efek-efek di pasar modal. Sedangkan pembeli (investor) adalah pihak yang ingin membeli modal di perusahaan yang menurut investor menguntungkan”. Selain itu, Rianto et al. (2021) juga menyatakan “pasar modal merupakan salah satu sarana yang efektif dalam menggerakkan dana dari masyarakat untuk selanjutnya disalurkan pada kegiatan-kegiatan yang produktif”. Pasar modal memiliki beberapa instrumen investasi yang memberikan banyak pilihan menarik bagi investor. Salah satu instrumen tersebut adalah obligasi.

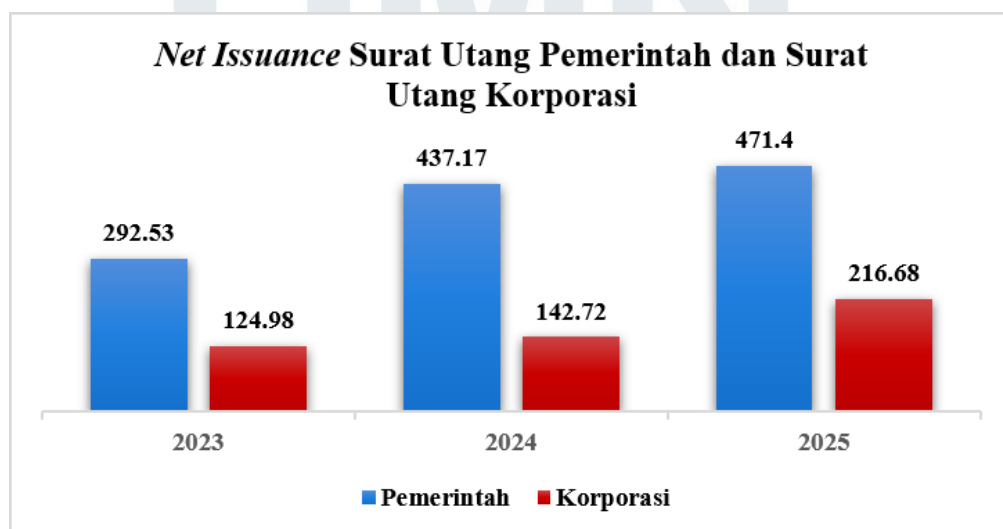
Menurut Bursa Efek Indonesia (2024), obligasi adalah “surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan, yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut”. Subekti et al. (2022), juga menjelaskan bahwa “obligasi adalah

surat berharga dalam bentuk sertifikat yang berisi kontrak antara investor dengan yang diberi pinjaman”.

Obligasi memiliki keuntungan yang besar karena memberikan manfaat dalam bentuk penerimaan bunga dari kupon dan manfaat penjualan obligasi melalui *capital gain*. Berbeda dengan instrumen investasi lain seperti saham, obligasi juga memiliki keuntungan atas risiko yang lebih rendah dikarenakan penggerakannya yang tidak fluktuatif. Obligasi juga memiliki banyak seri efek untuk menjadi pilihan investor (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Walaupun memiliki banyak keuntungan, obligasi juga memiliki risiko. Hal ini diungkapkan oleh Fadli & Ilhami (2024) yaitu, “meskipun berinvestasi pada obligasi lebih aman, namun obligasi tetap memiliki risiko, seperti risiko suku bunga dan risiko perusahaan tidak mampu membayar kupon obligasi atau pokok obligasi”. Risiko-risiko tersebut disebut dengan *default risk*. Kaltsum & Anggraini (2021) mendefinisikan *default risk* sebagai “risiko ketidakmampuan obligor dalam melunasi pokok pinjaman beserta imbalannya”.

Obligasi dapat diterbitkan oleh pemerintah dan korporasi. Bursa Efek Indonesia (2024), menjelaskan obligasi pemerintah atau Surat Berharga Negara adalah surat berharga yang diterbitkan oleh negara dalam bentuk Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah (SBSN), sedangkan obligasi korporasi adalah obligasi yang diterbitkan perusahaan.



Gambar 1.1 *Net Issuance* Surat Utang Pemerintah dan Surat Utang Korporasi Tahun 2023-2025  
Sumber: Tinjauan Pasar Surat Utang PHEI 2025

Grafik pada Gambar 1.1 merupakan jumlah penerbitan obligasi pemerintah dan obligasi korporasi Indonesia dari tahun 2023 hingga 2025. Pada tahun 2023 nilai obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah dan korporasi berturut-turut adalah Rp292,53 triliun dan Rp124,98 triliun. Pada tahun 2024 nilai obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah dan korporasi berturut-turut adalah Rp437,17 triliun dan Rp147,72 triliun. Sedangkan, pada tahun 2025 nilai obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah berturut-turut adalah Rp471,4 triliun dan Rp216,68 triliun.

Penilai Harga Efek Indonesia (2026) menjelaskan bahwa “penerbitan obligasi korporasi sampai dengan akhir tahun 2025 mengalami kenaikan. Tercatat 392 seri baru (termasuk EBA) diterbitkan melalui penawaran umum dengan total nilai *issuance* sebesar Rp216,68 triliun atau meningkat sebesar +51,82% dari tahun 2024. Sedangkan, penerbitan surat utang korporasi melalui skema tanpa penawaran umum yakni *Medium Term Notes (MTN)*, berdasarkan data yang dihimpun dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) terdapat 16 penerbitan seri baru berdenominasi Rupiah dengan total nilai *issuance* sebesar Rp2,49 triliun”.

Menurut Bursa Efek Indonesia (2023), obligasi pemerintah memiliki risiko yang lebih rendah dikarenakan diterbitkan oleh negara. Hasil penelitian Pinter et al. (2024) juga menunjukkan bahwa “obligasi korporasi merupakan aset yang lebih sensitif terhadap informasi dibandingkan obligasi pemerintah”. Akibatnya ketika melakukan penjualan obligasi, investornya cenderung memperoleh *size penalty* yang lebih besar “penalti ukuran (*size penalty*) pada obligasi korporasi lebih besar dibandingkan obligasi pemerintah, dan perbedaan ini jauh lebih menonjol di antara investor yang lebih *sophisticated* (lebih profesional atau berpengalaman)”. Pernyataan tersebut menunjukkan investor yang berinvestasi pada obligasi korporasi berisiko mengeluarkan biaya yang lebih besar dibandingkan investor obligasi pemerintah ketika menjual obligasinya, yang disebabkan oleh obligasi korporasi yang tidak likuid.

Dalam mengatasi risiko saat memilih obligasi yang akan diinvestasikan, investor dapat melakukan tindakan antisipasi dengan memilih perusahaan berdasarkan peringkatnya yang diberikan lembaga pemeringkat obligasi (Purba & Mahendra, 2023). Pernyataan ini juga didukung oleh Bursa Efek Indonesia (2023),

yang menjelaskan “untuk mengukur risiko obligasi korporasi biasanya dilihat dari *rating* obligasi tersebut yang dikeluarkan oleh lembaga *rating*”. Peringkat obligasi adalah huruf atau angka yang mencerminkan kemampuan perusahaan yang menerbitkan obligasi untuk membayar obligasinya dan mencerminkan risiko dari obligasi tersebut (Angriani, 2023). Dilansir dari Otoritas Jasa Keuangan (2024a) lembaga pemeringkat obligasi di Indonesia yang diakui oleh Otoritas Jasa Keuangan terdiri dari enam lembaga, yaitu Fitch Ratings, Moody’s Investor, Standard and Poor’s, PT. Fitch Ratings Indonesia, dan PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO), dan PT Kredit Rating Indonesia.

Tabel 1.1 Jumlah Perusahaan yang Diperingkatkan Tahun 2023-2025

Tahun	Lembaga Pemeringkat			
	PEFINDO	Fitch Rating Indonesia	FitchRatings	Kredit Rating Indonesia
2023	104	50	1	21
2024	115	44	1	17
2025	75	20	1	10

Sumber: *Indonesia Bond Market Directory 2023-2025*

Berdasarkan *Indonesia Bond Market Directory (IBMD)* tahun 2023-2025 yang diterbitkan oleh Penilai Harga Efek Indonesia menunjukkan PEFINDO merupakan lembaga yang paling banyak memberikan peringkat obligasi kepada perusahaan korporasi selama tahun 2023-2025. Jumlah perusahaan yang diperingkatkan oleh PEFINDO berturut-turut adalah 104 perusahaan, 115 perusahaan, dan 75 perusahaan (periode Januari-Juni 2025). Hal ini mencerminkan dominasi PEFINDO sebagai lembaga pemeringkat pada pasar obligasi Indonesia.

Menurut Bursa Efek Indonesia (2022), “PEFINDO adalah lembaga pemeringkat efek tertua dan terpercaya di Indonesia”. “PEFINDO telah melakukan pemeringkatan kepada lebih dari 1.100 entitas dan berbagai instrumen pasar modal antara lain obligasi dan obligasi subordinasi, sukuk, Surat Berharga Jangka Menengah (MTN), Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK-EBA), reksa dana, dan dana investasi real estat dan surat berharga komersial” (PEFINDO, 2026a).

Dalam melakukan pemeringkatan, PEFINDO membagi peringkat menjadi *investment grade* yang terdiri dari AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB,

dan BBB-, sedangkan *non-investment grade* yang terdiri dari BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, dan D. Menurut Rahim (2023) *investment grade* diberikan kepada perusahaan yang dianggap mampu melunasi utangnya atau layak untuk diinvestasikan, sebaliknya *non-investment grade* diberikan kepada perusahaan yang dianggap tidak mampu melunasi utangnya atau tidak layak untuk diinvestasikan.

“Peringkat obligasi merupakan kesimpulan mengenai kewajaran suatu obligasi dari obligor berdasarkan beberapa faktor risiko” (Juhari & Nelvirita, 2025). Hal ini juga dinyatakan oleh Kaltsum & Anggraini (2021) yaitu “lembaga pemeringkat memberikan sinyal kepada investor terkait peringkat obligasi para perusahaan penerbit obligasi (obligor). Hal ini dapat menjadi sinyal positif, apabila peringkat obligasinya tinggi (*investment grade*), dan sebaliknya jika peringkat obligasinya rendah (*non-investment grade*)”. “Semakin tinggi *rating*, semakin kecil risiko dari perusahaan penerbit obligasi mengalami gagal bayar atau ketidakmampuan membayar kupon dan pokok obligasi saat jatuh tempo” (Bursa Efek Indonesia, 2023).

Seiring dengan jumlah peningkatan *net issuance* surat utang pemerintah dan korporasi yang ditunjukkan pada Gambar 1.1, jumlah obligasi yang diperingkatkan juga terus mengalami peningkatan pada tahun 2023-2025. Berikut merupakan data penerbitan seri obligasi korporasi dan informasi peringkat yang diperoleh:

Tabel 1.2 Jumlah Seri Obligasi Perusahaan *Non*-Keuangan dan Keuangan Tahun 2023-2025

Tahun	Total Seri Obligasi	Keuangan				Non-Keuangan			
		Issued	Investment Grade	Non-Investment	Persentase Investment	Issued	Investment Grade	Non-Investment	Persentase Investment
2023	158	46.067	80	-	100%	44.060	74	4	94,87%
2024	260	64.965	116	-	100%	56.112	144	-	100%
2025	291	99.407	148	-	100%	62.578	143	-	100%

Sumber: *Statistics IDX 2023-2025*

Pada Tabel 1.2, total seri obligasi korporasi yang diterbitkan dan diperingkatkan pada tahun 2023 adalah sebanyak 158 seri, pada tahun 2024 sebanyak 260 seri, dan tahun 2025 sebanyak 291 seri. Dari seluruh obligasi yang diterbitkan dan diperingkatkan, nilai penerbitan (*issued*) perusahaan keuangan mendominasi dibandingkan perusahaan *non*-keuangan. Selama tahun 2023-2025, secara berturut-

turut nilai penerbitan perusahaan keuangan adalah Rp46,067 miliar, 64,965 miliar, dan Rp99,407 miliar.

Selain nilai penerbitan yang lebih tinggi, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan keuangan secara menyeluruh tetap konsisten memperoleh *investment grade*. Sebaliknya, obligasi yang diterbitkan perusahaan *non-keuangan* sempat memperoleh peringkat *non-investment grade* sebanyak 4 seri pada tahun 2023. Akibatnya proporsi seri obligasi *non-keuangan* turun menjadi 98,47%. Adapun *sub-sektor* perusahaan keuangan yang melakukan penerbitan obligasi tahun 2023-2025 terdiri atas *banks*, *financing service*, *investment service*, dan *holding and investment companies*. Informasi penerbitan dan peringkat seri obligasi yang diterbitkan tersebut ditampilkan pada tabel berikut:

Tabel 1.3 Seri Obligasi *Sub-Sektor* Perusahaan Keuangan yang Diterbitkan dan Diperingkat Tahun 2023-2025

<i>Sub-Sektor</i>	<i>Issued</i>			<i>Volume</i>			<i>Investment Grade</i>		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<i>Banks</i>	10.800,00	11.902,79	35.853,56	2.977,90	3.082,05	35.853,56	6	18	32
<i>Financing Service</i>	32.239,90	46.248,68	57.362,93	21.295,27	21.018,11	57.362,93	63	81	90
<i>Investment Service</i>	308,80	388,00	2.053,20	28,80	10,00	2.053,20	2	1	8
<i>Holding and Investment</i>	2.718,59	6.425,09	4.137,21	1.570,37	2.413,45	4.137,21	9	16	18

Sumber: *Statistics IDX 2023-2025*

Berdasarkan Tabel 1.2, *sub-sektor financing service* merupakan *sub-sektor* yang memiliki nilai penerbitan obligasi tertinggi dibandingkan *sub-sektor* lainnya di sektor keuangan. Obligasi *financing Service* juga lebih aktif diperdagangkan dibandingkan sektor lainnya, yang ditunjukkan oleh nilai volume yang tinggi. Dengan nilai penerbitan dan perdagangan obligasi yang mendominasi tersebut, perusahaan *financing service* mampu memperoleh peringkat *investment* terbanyak. Hal ini menunjukkan walaupun kebutuhan perusahaan *financing service* akan pendanaan dari kredit. Untuk menjaga sumber pendanaan tersebut, *financing service* terus mempertahankan *investment grade*-nya.

Hal ini dinyatakan oleh Ahmad Nasrudin, *Fixed Income Analyst* PEFINDO yaitu “tidak seperti bank yang bisa mengumpulkan dana dari masyarakat dan memutar kembali dana pihak ketiga yang dimiliki, *multifinance* tidak bisa melakukan hal tersebut” (Saputra, 2024). Kresna Dwinanta Armand dalam PEFINDO (2025b) juga menjelaskan “model bisnis utama perusahaan pembiayaan

berfokus pada peran sebagai perantara, dengan keberlanjutan operasional sangat bergantung pada selisih antara biaya dana dan suku bunga pembiayaan. Efektivitas siklus ini pada dasarnya ditentukan oleh kualitas aset, termasuk kemampuan perusahaan dalam melakukan penagihan piutang pembiayaan”.

Pernyataan tersebut menunjukkan kebutuhan perusahaan pembiayaan akan pendanaan eksternal membuat perusahaan pembiayaan menjaga kinerja obligasinya. Kinerja obligasi yang tinggi dapat meningkatkan minat investor terhadap obligasi dan dapat meningkatkan likuiditas obligasinya. “PEFINDO menilai bahwa perusahaan pembiayaan secara umum dapat menjaga ketahanan yang memadai, didukung oleh kuatnya dukungan induk bagi perusahaan *captive*, *standar underwriting* yang ketat selama masa kontraksi, serta langkah pencadangan yang proaktif” (PEFINDO, 2026).

Peringkat obligasi penting bagi perusahaan karena peringkat obligasi yang tinggi memberikan keuntungan bagi perusahaan yang menerbitkan. Menurut Septyawanti (2013) dalam Purba & Mahendra (2023), “peringkat yang baik tidak hanya menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya, tetapi juga dapat menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berlangsung secara efektif dan efisien, karena mampu mengelola utang untuk kemajuan usaha yang dijalankan”. Kinerja yang digambarkan melalui peringkat obligasi dapat mendorong pengambilan keputusan perusahaan penerbit. Apabila peringkat yang diperoleh tinggi, maka mendorong perusahaan untuk mempertahankan atau meningkatkan strategi yang diterapkan.

Melalui gambaran tersebut, investor juga dapat mengetahui kemungkinan risiko yang diperoleh dari obligasi perusahaan tersebut. Sehingga investor dapat melakukan strategi investasi yang tepat. Oleh karena itu, peringkat obligasi dapat memengaruhi kepercayaan investor. Semakin tinggi peringkat obligasi, maka semakin tinggi kepercayaan investor terhadap obligasi. Akibatnya, obligasi yang diterbitkan perusahaan menjadi menarik dan perusahaan bisa memperoleh dana yang dibutuhkan untuk meningkatkan pengembangan perusahaan. Sehingga, pendapatan perusahaan dapat meningkat dan perusahaan dapat mempertahankan keberlanjutannya.

Salah satu contoh perusahaan yang memperoleh peringkat obligasi tinggi dan mampu mempertahankannya adalah BRI Finance (PT BRI Multifinance). Berdasarkan *Rating Summary* yang diterbitkan oleh PEFINDO, sejak Maret 2022 hingga Maret 2025 BRI Finance secara konsisten memperoleh peringkat idAA/*stable* (PEFINDO, 2025a). “BRI Finance memperoleh peringkat idAA (*double A*) dari PEFINDO, mencerminkan kapasitas kuat dalam memenuhi kewajiban finansial jangka panjang” (BRI Finance, 2025a).

Melalui peringkat obligasi yang diberikan, investor dapat memperoleh gambaran kinerja perusahaan. Contohnya pada tahun 2025, ketika BRI Finance mempertahankan peringkat idAA dengan kondisi pasar otomotif mengalami penurunan penjualan. Pada saat itu, BRI Finance mengambil keputusan transformasi bisnis. Menurut Wahyudi Darmawan, Direktur Utama BRI Finance “transformasi BRI *Finance* berfokus pada peningkatan sinergi dengan BRI, untuk memastikan pembiayaan yang lebih efisien dan menjangkau lebih banyak nasabah” (BRI Finance, 2025b). Hal ini membuktikan peringkat obligasi yang diberikan mampu memberikan gambaran kemampuan perusahaan dalam meningkatkan usahanya, khususnya kemampuan mempertahankan usahanya ketika terjadi suatu masalah.

Selain itu, peringkat obligasi memberikan keuntungan bagi BRI Finance dengan meningkatnya kepercayaan investor terhadap obligasi yang diterbitkan oleh BRI Finance. Hal ini dibuktikan dengan penerbitan obligasi yang mengalami *oversubscribed* (kelebihan peminat) hingga 342% melalui penawaran Obligasi II BRI Finance Tahun 2023. Dana yang diperoleh dari hasil penerbitan akan digunakan untuk memperkuat struktur pendanaan dan ekspansi bisnis di pembiayaan segmen konsumen (Respasti, 2023).

Melalui Catatan Atas Laporan Keuangan (CKPN) pada tahun 2023, BRI Finance juga menjelaskan hal yang sama yaitu penerbitan surat utang jangka menengah dilakukan untuk ekspansi bisnis perusahaan. Ekspansi ini juga dibuktikan oleh aset dan pendapatan yang dilaporkan di laporan keuangannya. Pada tahun 2023, BRI Finance berhasil meningkatkan pertumbuhan aset perusahaan sebesar 23,72% dan meningkatkan pertumbuhan pendapatan sebesar 38,90%.

Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan peringkat obligasi memberikan sinyal kepada para investor. Sinyal peringkat obligasi kemudian memengaruhi kepercayaan investor dan berdampak pada pendanaan di masa depan. Ketika peringkat obligasi tinggi maka investor memiliki kepercayaan untuk melakukan investasi terhadap perusahaan. Dengan begitu, dana investasi yang diberikan dapat digunakan perusahaan untuk strategi-strateginya dalam mengembangkan perusahaan.

Dalam memberikan peringkat, PEFINDO menilai tiga risiko, yaitu risiko industri, risiko bisnis, dan risiko keuangan. Penilaian risiko industri didasarkan atas pertumbuhan dan stabilitas industri, struktur pendapatan dan struktur biaya dari industri, persaingan di dalam industri, peraturan, dan profil keuangan. Penilaian risiko bisnis dilakukan berdasarkan posisi pasar, saluran distribusi dan kapabilitas, diversifikasi, serta manajemen. Sedangkan, penilaian risiko keuangan dilakukan atas permodalan, kualitas aset, profitabilitas, dan manajemen aktiva pasiva dan fleksibilitas keuangan (PEFINDO, 2026b). Berdasarkan tiga risiko tersebut terdapat empat faktor yang diduga memengaruhi peringkat obligasi berupa manajemen laba, kualitas piutang, produktivitas, dan ukuran perusahaan.

Faktor pertama yang diduga mampu memengaruhi peringkat obligasi adalah manajemen laba. “Manajemen laba adalah kegiatan manajer untuk meningkatkan atau menurunkan laba suatu perusahaan selama periode waktu tertentu, yang diawasi untuk menjaga jarak strategis dari kerugian dan faktor lainnya” (Juhari & Nelvirita, 2025). Pada penelitian ini, manajemen laba diukur menggunakan model Jones Dimodifikasi. Hasil akhir dari pengukuran adalah nilai *discretionary accruals* (*DA*), untuk mengetahui besarnya akrual diskresioner yang diduga berasal dari tindakan manajemen dalam memengaruhi laporan laba perusahaan.

Semakin tinggi *DA*, maka semakin tinggi komponen akrual yang dapat dipengaruhi oleh keputusan yang diambil oleh perusahaan dalam meningkatkan laba yang dilaporkan. Salah satu cara yang dapat dilakukan perusahaan adalah dengan mengendalikan Cadangan Kerugian Penurunan Nilai (CKPN). Aset utama perusahaan *financing service* adalah pembiayaan dalam bentuk piutang, sehingga pengendalian CKPN dapat memberikan pengaruh yang cukup besar terhadap laba

yang dilaporkan perusahaan. Apabila CKPN yang dilaporkan kecil, maka laba yang dilaporkan cenderung meningkat akibat beban penurunan nilai yang tidak menekan laba.

Oleh karena itu, selain meningkatkan laba *DA* juga dapat mendorong stabilitas laba perusahaan. Ketika kondisi ekonomi melambat dan permintaan pembiayaan menurun, pengelolaan akrual dapat dilakukan untuk menjaga laba, sehingga tidak menurun terlalu tajam. Kondisi tersebut menyebabkan laporan keuangan perusahaan tetap menunjukkan kinerja yang relatif stabil, sehingga industri *financing service* dianggap memiliki profitabilitas yang sehat. Apabila hal tersebut dilakukan oleh perusahaan-perusahaan *financing service*, maka penilaian terhadap pertumbuhan dan stabilitas industri akan terpengaruh. Akibatnya penilaian risiko industri akan menurun.

Kestabilan laba tersebut juga dapat mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola bisnisnya, seperti menjaga pertumbuhan pembiayaan, mengendalikan biaya, dan mengelola risiko kredit dapat meningkat. Akibatnya, kepercayaan investor, kreditur, dan pasar modal terhadap perusahaan meningkat. Meningkatnya kepercayaan tersebut dapat meningkatkan kemampuan kompetitif perusahaan dan membentuk reputasi di pasar, sehingga posisi perusahaan menjadi semakin kuat. Dengan begitu maka risiko bisnis pada aspek posisi pasar dapat turun.

Laba yang meningkatkan melalui *DA* tentunya juga berdampak secara langsung terhadap profitabilitas perusahaan. Selain profitabilitas, laba juga dapat mempengaruhi ekuitas perusahaan. Semakin tinggi laba, maka semakin tinggi *retained earnings* perusahaan yang masuk dalam komponen ekuitas. Sehingga, struktur permodalan perusahaan menjadi lebih kuat dan perusahaan bisa menjaga *gearing ratio*-nya berada di bawah batas yang telah ditentukan OJK yaitu 10x (POJK 35/POJK.05/2018). Sebagai salah satu persyaratan perolehan dana melalui obligasi, *gearing ratio* yang tetap terjaga tersebut tentunya dapat mempertahankan stabilitas sumber pendanaan perusahaan. Oleh karena itu risiko keuangan pada aspek profitabilitas dan struktur permodalan dapat turun.

Berdasarkan hal tersebut, maka tingginya manajemen laba akan menurunkan risiko industri, bisnis, dan keuangan yang digunakan dalam penilaian peringkat obligasi, sehingga peringkat obligasi yang diberikan meningkat. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Arisanti et al. (2022) menunjukkan manajemen laba memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Sebaliknya, hasil penelitian Juhari & Nelvirita (2025) menunjukkan manajemen laba tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Faktor kedua yang diduga memengaruhi peringkat adalah kualitas piutang. Kualitas piutang pada perusahaan *financing service* atau *multifinance* diukur menggunakan rasio *NPF (Non-Performing Financing)*. “*NPF* merupakan alat ukur yang dapat digunakan perusahaan *multifinance* untuk mengukur risiko pembayaran kredit. Semakin tinggi *NPF*, semakin tinggi risiko pembiayaan artinya kredit macet semakin meningkat, sebaliknya jika *NPF* semakin rendah artinya pengelolaan kualitas kredit yang semakin membaik” (Esomar & Wenno, 2021).

Cara perusahaan meningkatkan kualitas piutangnya melalui penurunan *NPF*, salah satunya dengan memanfaatkan strategi *cross selling* dengan menawarkan produk pembiayaan kepada nasabah bank induk yang telah memiliki riwayat pembayaran yang lancar. Selain itu, perusahaan dapat melakukan penawaran produk pembiayaan berbeda kepada debiturnya yang memiliki rekam jejak pembayaran yang lancar serta kemampuan finansial yang memadai. Strategi tersebut membantu perusahaan menjaga kualitas portofolio pembiayaan sehingga tingkat pembiayaan bermasalah (*NPF*) dapat ditekan.

*NPF* yang rendah menunjukkan bahwa debitur-debitur perusahaan yang memiliki kemampuan yang memadai dalam memenuhi kewajiban angsurannya. Hal ini mencerminkan bahwa kondisi ekonomi dan tingkat permintaan masyarakat yang sehat terhadap produk pembiayaan. Selain itu, rendahnya *NPF* akibat total pembiayaan yang besar juga mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki peluang perolehan pendapatan yang tinggi melalui penyaluran pembiayaannya secara optimal. Sehingga, risiko industri pada aspek pertumbuhan dan stabilitas industri, serta profil keuangan dapat menurun.

Rendahnya *NPF* menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menerapkan proses seleksi debitur yang ketat, melakukan analisis kredit dan memiliki sistem *credit scoring* yang efektif, serta mampu menjalankan proses penagihan dan pengawasan pembiayaan secara optimal. Dengan begitu, perusahaan tidak perlu mengorbankan sumber dayanya dalam jumlah yang besar untuk menangani pembiayaannya yang bermasalah. Akibatnya, manajemen perusahaan dapat fokus pada penerapan strategi pertumbuhan perusahaan melalui ekspansi, pengembangan jaringan distribusi, dan peningkatan daya saing. Sehingga, risiko bisnis pada aspek manajemen dapat turun.

Lancarnya angsuran debitur selain menjaga sumber pendapatan perusahaan juga dapat menunjukkan bahwa aset produktif perusahaan berpeluang dapat menghasilkan arus kas yang stabil. Melalui hal tersebut, perusahaan tidak perlu membentuk CKPN dalam jumlah yang besar untuk mengantisipasi kerugian. Sehingga, beban penurunan nilai tidak akan menekan laba yang dilaporkan dan struktur permodalan perusahaan sehat. Dengan begitu, maka risiko keuangan pada aspek, kualitas aset, profitabilitas, struktur permodalan, dan stabilitas arus kas dapat menurun.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka *NPF* yang rendah dapat menurunkan ketiga risiko dan meningkatkan peringkat obligasi. Penelitian sebelumnya dilakukan yang dilakukan oleh Agustinus & Yoewono (2022) dengan menganalisis pengaruh *NPL* (*Non-Performing Loan*) yaitu rasio kualitas kredit atau pembiayaan yang digunakan di perusahaan perbankan. Hasil penelitian menunjukkan *NPL* memberikan pengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Adapun penelitian yang dilakukan oleh Yuliani et al. (2023) menunjukkan bahwa *NPL* memberikan pengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Sedangkan penelitian Katrin & Lukman (2026) menunjukkan *NPL* tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Faktor ketiga yang diduga memengaruhi peringkat obligasi adalah produktivitas. “Rasio produktivitas menunjukkan seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber-sumber dana perusahaan” Mangile & Bagana (2023). Berbeda dengan perusahaan pada umumnya, aset utama pada perusahaan *financing*

*service* adalah aset pembiayaan. Untuk itu, pada penelitian ini produktivitas diproksikan dengan *Financing to Asset Ratio (FAR)*. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (2024b) “*Financing to Asset Ratio (FAR)* adalah rasio yang mengukur seberapa besar perusahaan pembiayaan memanfaatkan asetnya untuk menyalurkan dana atau pembiayaan”. *FAR* dapat diukur dengan total *financing* dibagi dengan total aset. Semakin tinggi *FAR* maka semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam mengoptimalkan total asetnya untuk kegiatan pembiayaan sebagai sumber utama pendapatan.

Untuk meningkatkan produktivitasnya perusahaan dapat melakukan digitalisasi pembiayaan yang menghubungkan *dealer* kendaraan dengan perusahaan, sehingga proses pengajuan pembiayaan dapat diproses lebih cepat dalam melakukan verifikasi identitas pelanggan, analisis *credit scoring*, maupun pengawasan pembayaran dan melakukan pengelolaan jaminan atau agunan atas kredit yang diajukan. Melalui hal tersebut maka proses pencairan dana dan pengawasan menjadi lebih singkat, sehingga proporsi aset yang teralokasi ke dalam pembiayaan meningkat dan penerimaan pendapatan perusahaan dapat lebih cepat terealisasi, yang pada akhirnya mendorong peningkatan *FAR*.

*FAR* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu mempertahankan aktivitas penyaluran pembiayaan secara berkelanjutan meskipun terjadi perubahan kondisi ekonomi. Ketika sebagian besar aset dialokasikan ke dalam piutang pembiayaan, perusahaan dapat menjaga volume penyaluran dan memenuhi kebutuhan pembiayaan masyarakat secara konsisten. Konsistensi ini mencerminkan kemampuan perusahaan beradaptasi terhadap dinamika ekonomi sekaligus menjalankan fungsi intermediasi pembiayaan dengan efektif. Hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menjaga stabilitas dan pertumbuhan industri secara keseluruhan dan mampu memenuhi peraturan yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan. Dengan begitu, risiko industri dinilai lebih rendah.

*FAR* yang tinggi juga mencerminkan efektivitas perusahaan dalam mengelola aset sesuai dengan model bisnis perusahaan. Semakin besar proporsi aset yang dialokasikan menjadi piutang pembiayaan, semakin besar pula kapasitas perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dari kegiatan operasional utamanya.

Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu memanfaatkan sumber dayanya secara efektif dan menghindari penempatan aset pada instrumen yang kurang produktif. Selain itu, juga mengindikasikan bahwa strategi ekspansi perusahaan lebih diarahkan pada penguatan portofolio pembiayaan yang dapat dilakukan dengan peningkatan distribusi dan kapabilitas perusahaan, seperti peningkatan informasi dan teknologi yang memadai. Melalui hal tersebut maka risiko bisnis, pada aspek saluran distribusi dan kapabilitas dapat turun.

Selain peluang perolehan pendapatan, *FAR* tinggi juga mengindikasikan aset produktif perusahaan berpotensi menghasilkan peningkatan arus kas operasional dari proses penyalurannya. Melalui hal tersebut, maka kemampuan perusahaan dalam meningkatkan operasionalnya maupun memenuhi kewajiban pembayaran obligasinya dapat terpenuhi. Kondisi ini berkaitan langsung dengan aspek profitabilitas dan kualitas aset yang pada akhirnya menurunkan penilaian risiko keuangan.

Berdasarkan hal tersebut, maka semakin tinggi *FAR* dapat menurunkan risiko-risiko yang digunakan oleh PEFINDO, sehingga peringkat yang diperoleh meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Juhari & Nelvirita (2025) menunjukkan rasio produktivitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Adapun penelitian yang dilakukan oleh Mangile & Bagana (2023) menunjukkan rasio produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Faktor keempat yang diduga memengaruhi peringkat obligasi adalah ukuran perusahaan. “Ukuran perusahaan merupakan nilai besar atau kecil entitas dapat diukur dari total *aset, sales, net income, tax expense*, jumlah anggota dan sebagainya berkaitan dengan cara pengendalian kegiatan sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai” (Kaltsum & Anggraini, 2021). Pada penelitian ini ukuran perusahaan diukur menggunakan logaritma natural total aset. “Perusahaan yang memiliki total aset yang besar membuktikan bahwa perusahaan tersebut sudah mencapai tahap kemampuan menghasilkan laba yang baik dibanding dengan perusahaan dengan total aset yang kecil” (Sulistiani & Meutia, 2021).

Pada perusahaan *financing service* total aset sebagai besar terdiri dari piutang pembiayaan, seperti piutang pembiayaan konsumen, piutang sewa guna, dan

piutang lainnya. Selain itu aset juga terdiri dari kas, setara kas, dan aset produktif lainnya. Tinggi ukuran perusahaan menunjukkan besarnya kapasitas perusahaan dalam menghasilkan pendapatan dan melakukan ekspansi melalui besarnya piutang, serta kemampuan perusahaan dalam mempertahankan keberlangsungan bisnisnya.

Besarnya ukuran perusahaan yang ditunjukkan melalui besarnya total aset, mencerminkan bahwa perusahaan *financing service* mampu meningkatkan portofolio pembiayaannya. Sehingga, kapasitas perusahaan dalam menghasilkan pendapatan lebih besar. Untuk meningkatkan penyaluran pembiayaannya, perusahaan dapat melakukan diversifikasi. Melalui diversifikasi tersebut, perusahaan dapat menjangkau lebih banyak debitur melalui variasi produk yang ditawarkan.

Berdasarkan hal tersebut, besarnya ukuran perusahaan dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghadapi tekanan ekonomi ataupun perubahan kondisi pasar. Selain itu semakin besar suatu perusahaan maka kecenderungan menjadi *market leader* lebih tinggi. Ketika perusahaan menjadi *market leader*, maka stabilitasnya dapat mempengaruhi stabilitas industri secara keseluruhan. Untuk itu, perusahaan dengan ukuran yang besar dapat menurunkan risiko industri pada aspek pertumbuhan dan stabilitas industri.

Selain diversifikasi, ukuran perusahaan juga dapat ditingkatkan dengan penyaluran distribusi dan kapabilitas perusahaan yang optimal, seperti jaringan perusahaan, jumlah kantor cabang, serta kemampuan teknologi dan sistem informasi yang memadai. Melalui hal tersebut, perusahaan dapat menjangkau berbagai segmen debitur, sehingga reputasi dan *brand awareness* perusahaan dapat menjadi semakin kuat. Dengan begitu perusahaan dianggap mampu dalam mempertahankan keberlangsungan bisnis dan menghadapi persaingan industri, sehingga risiko bisnis dalam penilaian aspek saluran distribusi dan kapabilitas rendah.

Total aset yang besar dari diversifikasi serta saluran industri perusahaan yang kuat dapat diikuti oleh peningkatan pendapatan perusahaan. Sehingga *retained earnings* yang diperoleh meningkat dan menghasilkan akumulasi ekuitas

perusahaan selama bertahun-tahun. Ketika perusahaan mengalami kerugian baik akibat meningkatnya piutang bermasalah perusahaan, kenaikan biaya dana, dan lainnya, maka kerugian tersebut dapat diserap oleh ekuitas perusahaan khususnya dari akumulasi laba ditahan sebelumnya. Sehingga, *retained earnings* perusahaan pada periode tersebut tetap positif. Hal ini menyebabkan struktur permodalan perusahaan menjadi lebih kuat karena perusahaan memiliki fondasi yang besar dalam menyerap kerugian bermasalah. Dengan begitu risiko keuangan perusahaan dapat menurun.

Semakin besar ukuran perusahaan maka risiko industri, bisnis, dan keuangan menurun, sehingga peringkat obligasi dapat meningkat. Penelitian yang dilakukan oleh Agustinus & Yoewono (2022), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Nurrohman (2025), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Sedangkan penelitian yang dilakukan Kaltsum & Anggraini (2021), menunjukkan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Penelitian ini merupakan replika penelitian yang dilakukan oleh Arisanti et al. (2022). Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya:

#### 1. Variabel Independen

Pengukuran produktivitas pada penelitian ini menggunakan *Financing to Asset Ratio (FAR)* sesuai dengan model bisnis *financing service* yaitu penyaluran pembiayaan. Penelitian ini menambahkan variabel kualitas piutang serta ukuran perusahaan dari penelitian Agustinus & Yoewono (2022). Adapun pengukuran kualitas piutang pada penelitian ini telah disesuaikan dengan industri *financing service* yaitu *Non-Performing Financing (NPF)*.

#### 2. Objek penelitian

Objek yang diteliti adalah perusahaan *financing service* yang diperingkatkan oleh PEFINDO dan terdaftar di BEI, sedangkan objek penelitian sebelumnya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

#### 3. Periode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian terhadap perusahaan yang diperingkatkan oleh PEFINDO tahun 2023-2025 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2022-2024, sedangkan penelitian sebelumnya adalah meneliti untuk tahun 2018-2022.

Berdasarkan latar belakang permasalahan, ditetapkan judul penelitian sebagai berikut: **“Pengaruh Manajemen Laba, Kualitas Piutang, Produktivitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Peringkat Obligasi (Studi Empiris pada Perusahaan *Financing Service* yang Diperingkatkan oleh PEFINDO tahun 2023-2025 dan Terdaftar di BEI tahun 2022-2024)”**.

## 1.2 Batasan Masalah

Adapun batasan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Penelitian ini terbatas pada penggunaan variabel dependen peringkat obligasi.
2. Penelitian ini terbatas pada variabel independen, yaitu manajemen laba yang diproksikan dengan *Discretionary Accruals (DA)*, kualitas piutang yang diproksikan dengan *Non-Performing Financing (NPF)*, produktivitas yang diproksikan dengan *Financing to Asset Ratio (FAR)*, dan ukuran perusahaan yang diproksikan dengan logaritma natural total aset.
3. Objek penelitian ini adalah perusahaan *financing service* yang diperingkatkan oleh PEFINDO tahun 2023-2025 dan terdaftar di BEI 2022-2024.

## 1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dirumuskan, maka rumusan masalah pada penelitian ini adalah:

1. Apakah manajemen laba yang diproksikan dengan *Discretionary Accruals (DA)* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?
2. Apakah kualitas piutang yang diproksikan dengan *Non-Performing Financing (NPF)* berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi?
3. Apakah produktivitas yang diproksikan dengan *Financing to Asset Ratio (FAR)* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?

4. Apakah ukuran perusahaan yang diproksikan dengan logaritma natural total aset berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?

#### 1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh positif manajemen laba yang diproksikan dengan *Discretionary Accruals (DA)* terhadap peringkat obligasi?
2. Pengaruh negatif kualitas piutang yang diproksikan dengan *Non-Performing Financing (NPF)* terhadap peringkat obligasi?
3. Pengaruh positif produktivitas yang diproksikan dengan *Financing to Asset Ratio (FAR)* terhadap peringkat obligasi?
4. Pengaruh positif ukuran perusahaan yang diproksikan dengan logaritma natural total aset terhadap peringkat obligasi?

#### 1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat dari diadakannya penelitian ini diharapkan dapat diperoleh berbagai pihak.

Manfaat penelitian ini, antara lain:

1. Bagi perusahaan  
Perusahaan-perusahaan sektor *financing service* diharapkan dapat menggunakan faktor-faktor yang diujikan pada penelitian ini dalam mempertahankan dan meningkatkan peringkat obligasinya.
2. Bagi investor  
Investor diharapkan dapat mengetahui pentingnya mempertimbangkan peringkat obligasi sebelum melakukan investasi obligasi. Selain itu, faktor-faktor yang diujikan pada penelitian ini diharapkan dapat digunakan oleh investor untuk menganalisis obligasi yang diinvestasikan.
3. Mahasiswa dan Akademisi  
Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan dapat menjadi referensi untuk peneliti selanjutnya terkait faktor-faktor yang memengaruhi peringkat obligasi.
4. Bagi peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan pengetahuan penulis terkait obligasi dan proses peneringkatnya. Selain itu juga diharapkan dapat meningkatkan pengetahuan penulis dapat mendalami manajemen laba, kualitas piutang, produktivitas, dan ukuran perusahaan.

### **1.6 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan pada penelitian ini terdiri dari 5 bab yang dapat diuraikan sebagai berikut:

#### **BAB I            PENDAHULUAN**

Bab pendahuluan adalah bab yang menjelaskan latar belakang, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

#### **BAB II           LANDASAN TEORI**

Bab Landasan teori adalah bab yang membahas dasar teori secara rinci beserta pembahasan variabel yang digunakan dalam penelitian. Pembahasan berasal dari berbagai sumber kuat terkait variabel dependen peringkat obligasi dan variabel independen yaitu manajemen laba, kualitas piutang, produktivitas, dan ukuran perusahaan. Selain itu, bab ini juga menyajikan hipotesis dan model penelitian.

#### **BAB III          METODE PENELITIAN**

Bab metode penelitian akan membahas gambaran umum objek penelitian, metode yang digunakan dalam pengumpulan data, teknik pengambilan sampel, penjelasan teknik analisis data, serta uji hipotesis.

#### **BAB IV          ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

Bab analisis data dan pembahasan merupakan bab yang berisi penjelasan data yang telah diujikan yang dibahas berdasarkan dengan hipotesis peneliti.

#### **BAB V           SIMPULAN DAN SARAN**

Bab simpulan dan saran adalah bab yang berisi kesimpulan hasil penelitian dan saran yang diberikan kepada pihak-pihak terkait berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan.



UMN

UNIVERSITAS  
MULTIMEDIA  
NUSANTARA