

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Corporate Rating (bisa disebut juga *Corporate Rating*) adalah opini tentang kualitas kelayakan kredit dari perusahaan, yang mampu menunjukkan kemampuan perusahaan penerbit obligasi (emiten) untuk membayar kewajiban yang dimilikinya dalam jangka panjang (Scope Rating GmbH & Scope Ratings UK Ltd., 2023). *Corporate Rating* pada umumnya digunakan di lingkup investasi, dimana *Corporate Rating* dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi: (1) investor dalam membuat keputusan investasi dan pengelolaan portofolio; (2) bankir investasi dalam memfasilitasi modal dari investor ke perusahaan; (3) perusahaan untuk memberikan informasi kelayakan kredit mereka kepada investor; serta (4) bisnis dan lembaga keuangan untuk menilai risiko atau potensi dari perusahaan terkait dalam memenuhi kewajiban pembayaran kreditnya (S&P Global Ratings, 2022).

Corporate Rating diharapkan mampu mengirim sinyal informasi yang jelas dan terstandarisasi mengenai kesehatan finansial dan risiko kredit perusahaan kepada pelaku pasar keuangan. Namun menurut Tran, Vu, Klusak, Kraemer, dan Hoang (2021), regulasi bisnis dari *Credit Rating Agency* (CRA) dalam menerbitkan *Corporate Rating* malah menjadi penghambat tersendiri akan keterbaruan pemberian informasi tentang *Corporate Rating*, terutama ketika terjadi perubahan kondisi ekonomi besar-besaran secara mendadak. Regulasi bisnis dari CRA mensyaratkan bahwa CRA baru akan melakukan peninjauan

kepada perusahaan jika ada permintaan pemeringkatan dari perusahaan terkait. Lalu setelah pemeringkatan pertama, biasanya CRA akan melakukan peninjauan kembali minimal 1 kali dalam setahun, atau pada tanggal-tanggal tertentu yang telah disepakati atas permintaan perusahaan terkait. Hal ini membuat *Corporate Rating* perusahaan biasanya akan selalu stabil dari waktu ke waktu sebelum CRA melakukan peninjauan kembali. Imbasnya, ketika terjadi gejolak ekonomi secara mendadak yang mampu mengganggu kestabilan finansial perusahaan dalam jangka pendek dan menyebabkan perusahaan menghadapi masalah dalam menyelesaikan kewajibannya, CRA tidak dapat mendeteksi peluang kejadian tersebut sehingga gagal mengirim sinyal yang akurat kepada pelaku pasar keuangan melalui informasi *Corporate Rating*. Hal ini dapat terjadi karena adanya *Asymmetric Information* antara perusahaan dan CRA, dimana CRA kekurangan akses tentang informasi keuangan perusahaan dalam jangka pendek atau pada periode yang bukan waktunya untuk peninjauan kembali *Corporate Rating* perusahaan. Pada akhirnya, *Corporate Rating* sering kali tidak tepat digunakan oleh pengguna data *rating* ketika terjadi guncangan ekonomi, khususnya bagi investor yang telah berinvestasi melalui pembelian obligasi berbagai perusahaan.

Sejalan dengan pendapat Tran et al. (2021), Telg, Dubinova, dan Lucas (2022) menjelaskan bahwa ketiga CRA besar seperti S&P Global Ratings, Moody's Rating, dan Fitch Ratings terlambat atau bahkan kurang mampu mendeteksi peluang terjadinya gangguan kestabilan *Corporate Rating* pada krisis ekonomi Asia tahun 1997-1998 dan krisis keuangan global (GFC) tahun 2007-2008, dimana banyak perusahaan yang mengalami pergeseran *rating* ke level yang

jauh lebih rendah dan tidak dapat diantisipasi. Pergeseran ini tidak hanya turun satu atau dua level, namun juga ada yang dari *investment-grade rating* (baik untuk investasi) menjadi *junk rating* (rentan gagal bayar), dan bahkan mengalami kebangkrutan. Moody's Rating juga melaporkan telah terjadi penurunan *Corporate Rating* sebanyak kurang lebih 75% dari klien mereka secara global pada tahun 2008, yang disebabkan oleh pelemahan daya jual beli perusahaan akibat efek resesi GFC (Santos, 2024). Akibatnya, investor dunia pun mengalami kerugian besar-besaran karena sinyal informasi yang diberikan oleh *Corporate Rating* kurang akurat ketika krisis ekonomi berlangsung. Terlebih lagi, menurut Coffee (2010), model *issuers pay* yang digunakan pada regulasi penerbitan *Corporate Rating* oleh CRA, dikritisi sebagai penyebab inflasi *rating* dan tidak bersifat objektif, dimana CRA memprioritaskan pembayaran oleh perusahaan di atas keakuratan *rating*.

Pola yang sama kembali terjadi pada tahun 2020 ketika pandemi COVID-19 terjadi, dimana pandemi COVID-19 dikenal sebagai penyebab penurunan PDB global secara serentak paling besar selama era modern (Permanawati, Hamidi, dan Adrianto, 2022). International Monetary Fund (IMF) melaporkan bahwa pertumbuhan ekonomi dunia turun ke angka -4,9%, menyebabkan mekanisme penyelesaian utang dunia menjadi lamban dan tidak dapat diprediksi karena terjadinya peningkatan inflasi dan suku bunga akibat pengetatan ekonomi (Gourinchas, 2022). Canto, Fennell, dan Rivera-Serrano (2021) menyebutkan bahwa sektor terdampak paling tinggi adalah dari sektor non-finansial, seperti manufaktur energi, barang konsumen, material dasar, dan industrial lainnya.

Sebanyak kurang lebih 1000 perusahaan global pada sektor-sektor tersebut telah mengalami penurunan kemampuan pembayaran kewajibannya selama bulan Maret-April 2020, yang menyebabkan level *Corporate Rating* mereka turun secara drastis bahkan mengalami gagal bayar hingga bangkrut tanpa aba-aba selama pandemi COVID-19 berlangsung.

Contoh-contoh kejadian ini menunjukkan bahwa regulasi dari CRA memperlambat keterbaruan informasi *Corporate Rating* yang menyebabkan sinyal informasi yang diberikan oleh *Corporate Rating* menjadi kurang akurat untuk digunakan ketika krisis ekonomi terjadi, dan juga CRA belum mampu mengukur peluang migrasi *Corporate Rating* dengan tepat jika terjadi perubahan kondisi ekonomi yang cukup drastis dalam waktu relatif singkat. Selama dua dekade terakhir, mulai banyak peneliti dunia yang mencoba mengkaji dan mencari solusi permasalahan ini, dengan melakukan penelitian tentang dampak perubahan kondisi ekonomi terhadap migrasi *Corporate Rating*. Peneliti-peneliti tersebut pada umumnya menggunakan dua jenis kondisi ekonomi, yaitu kondisi ekspansi dan kondisi kontraksi. Kondisi ekspansi adalah kondisi ketika terjadinya perbaikan atau peningkatan ekonomi, sedangkan kondisi kontraksi adalah ketika terjadinya pelemahan atau penurunan ekonomi secara menyeluruh (Montevirgen, 2022).

Penelitian dari Bangia, Diebold, Kronimus, Schagen, dan Schuermann (2002) memperkenalkan matriks migrasi *Corporate Rating* yang dihubungkan dengan kondisi makroekonomi dan kualitas aset perusahaan sebagai alat krusial untuk membentuk model portofolio kredit. Hasil penelitian ini menunjukkan

bahwa terdapat perbedaan peluang kebangkrutan yang signifikan saat terjadinya kontraksi ekonomi dibandingkan dengan saat terjadinya ekspansi ekonomi, probabilitas migrasi *Corporate Rating* cenderung lebih stabil ketika terjadi kontraksi ekonomi, serta sebaran kerugian dari portofilo kredit dapat memiliki perbedaan yang sangat besar bergantung dengan kondisi ekonomi yang terjadi.

Penelitian dari Boreiko, Kaniovski, Kaniovski, dan Pflug (2017) mengevaluasi tentang pengaruh kondisi makroekonomi terhadap migrasi *Corporate Rating* menggunakan *Markov Chain*, dimana faktor makroekonomi merepresentasikan kekuatan variabel yang tak dapat dijelaskan oleh model tradisional. Penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan dengan *investment-grade rating* tidak akan mengalami gangguan ketika struktur ekonomi meluas. Sebaliknya, ketika terjadi resesi, akan terjadi peningkatan peluang migrasi *rating* baik pada perusahaan dengan *investment-grade rating* maupun *junk rating*.

Gera, Kalkbrener, dan Wahrenburg (2020) membangun model empiris untuk migrasi *Corporate Rating* yang sensitif terhadap siklus ekonomi dengan menggunakan proses *Markov Regime Switching* pada penelitiannya, dimana menurutnya model ini dapat mengantisipasi kesalahan prediksi dan mengurangi variasi peramalan migrasi *Corporate Rating* di masa yang akan datang. Penelitian ini menyebutkan bahwa perusahaan dengan *rating* tinggi memiliki peluang yang tinggi dalam mempertahankan level *rating* yang sama baik pada kondisi ekspansi maupun kondisi kontraksi, sedangkan perusahaan dengan *rating* di bawah BBB lebih sensitif terhadap perubahan siklus ekonomi, dengan perbedaan peluang yang

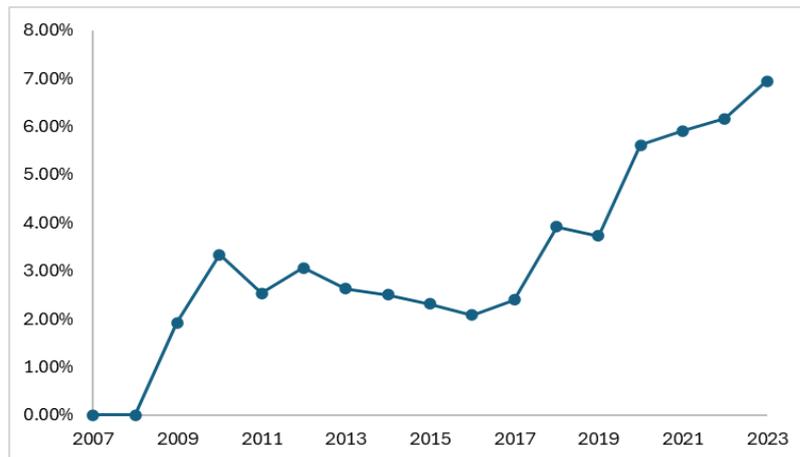
signifikan. Saat kontraksi ekonomi terjadi, peluang untuk terjadinya penurunan level *rating* akan lebih tinggi daripada peluang terjadinya kenaikan level *rating*.

Edirisinghe, Sawicki, Zhao, dan Zhou (2022) mempresentasikan sebuah model struktural baru untuk memprediksi migrasi *Corporate Rating* menggunakan data finansial perusahaan dengan regresi logistik multinomial *regime-switching*. *Regime-switching* yang digunakan merupakan proses *Hidden Markov-Switching*, dimana proses tersebut dapat mengklasterisasi data amatan menjadi beberapa kelompok dengan kondisi tertentu. Pada penelitian ini, Edirisinghe et al. (2022) mengelompokkan data migrasi *Corporate Rating* yang diperingkat oleh S&P Global Ratings ke dalam kondisi ekspansi dan kontraksi ekonomi. Hasilnya, ditemukan bahwa ada perbedaan peluang migrasi *rating* pada setiap kondisi ekonomi dan juga kecenderungan migrasi yang berbeda antara perusahaan dengan *rating* tinggi dan rendah.

Kalkbrener dan Packham (2024) menggunakan *time-homogeneous Markov chain* dalam membentuk model migrasi *credit rating* pada penelitiannya. Model yang ia bentuk menangkap efek kondisi ekonomi dan dampaknya terhadap peluang migrasi *credit rating*. Penelitian ini menunjukkan bahwa kondisi ekonomi sangat berdampak kepada migrasi *rating* perusahaan, terutama terhadap perusahaan yang memiliki nilai aset lebih rendah daripada nilai kewajibannya.

Di Indonesia, telah terjadi dua kali krisis ekonomi selama dua dekade terakhir. Krisis ekonomi global (GFC) pada tahun 2008 memiliki dampak yang cukup besar bagi Indonesia, sehingga perekonomian Indonesia pun cukup terganggu pada masa itu. Laju pertumbuhan PDB Indonesia sempat menyentuh

angka -3,57 (*q-to-q*) pada kuartal ketiga tahun 2008, disertai dengan kenaikan inflasi tahunan dari angka 6,59 pada tahun 2007 ke angka 11,8 pada tahun 2008. Indeks Harga Saham Gabungan Indonesia (IHSG) juga jatuh sebanyak -48,41% dan nilai kapitalisasi pasar serta volume perdagangannya pun juga turun secara drastis pada tahun tersebut. Hal ini menyebabkan banyaknya investor asing yang menarik investasinya dari Indonesia pada saat krisis tersebut terjadi. Krisis kembali terjadi pada tahun 2020 ketika pandemi COVID-19 meluas, dimana pembatasan-pembatasan yang dilakukan seperti *lockdown* menyebabkan pertumbuhan ekonomi pada kuartal pertama 2020 turun ke bawah angka 3%. Pertumbuhan investasi pun ikut menurun ke angka 2% dikarenakan adanya pengetatan ekonomi (Majid dan Ulina, 2020). Akibatnya, banyak perusahaan di Indonesia yang mengalami penurunan finansial sehingga menghadapi masalah dalam menyelesaikan kewajibannya. Berdasarkan hasil survei Badan Perencanaan dan Pengembangan Ketenagakerjaan (2020), sekitar 88% perusahaan di Indonesia mengalami kerugian sejak diberlakukannya kebijakan *lockdown* pada Maret 2020 sampai dengan 6 bulan setelahnya. Perusahaan yang sangat terdampak adalah perusahaan *consumer goods*, *real estate*, dan konstruksi, dimana perusahaan-perusahaan tersebut mengalami penurunan penjualan yang sangat drastis.



Sumber: Economic Research of PEFINDO (2023)

Gambar 1.1 Issuer Default Rate Perusahaan yang Diperingkat oleh PEFINDO

Sehubungan dengan penjelasan sebelumnya, berdasarkan publikasi oleh Economic Research of PEFINDO (2023), *issuer default rate* atau tingkat gagal bayar perusahaan penerbit obligasi di Indonesia sejak setelah GFC 2008 cenderung mengalami peningkatan. Dapat dilihat pada Gambar 1.1, pada tahun 2009-2010 telah terjadi peningkatan *issuer default rate* yang cukup tinggi, menandakan banyak perusahaan yang mengalami gagal bayar setelah GFC 2008 terjadi. *Issuer default rate* sempat mengalami tren menurun selama tahun 2011 – 2016, seiringan dengan membaiknya perekonomian Indonesia yang salah satunya ditandai dengan peningkatan pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) tahunan yang konsisten berada di atas angka 5%. Namun, setelah tahun 2015 pertumbuhan perekonomian Indonesia kembali melambat, dan puncaknya Indonesia kembali mengalami krisis pada tahun 2020-2021 ketika pandemi COVID-19 meluas (Indonesia-Investments, 2024). Dengan terjadinya peningkatan *issuer default rate* yang sangat signifikan pada saat pandemi, Indonesia pun mengalami *outlook* yang negatif pada *sovereign credit rating* di tahun 2020

setelah sebelumnya stabil selama tiga tahun berturut-turut (2017-2019), dan baru stabil kembali di tahun 2022 (Trading Economics, 2022).

Terkait dengan deteksi dini krisis ekonomi, banyak peneliti dari Indonesia yang sudah mengkaji permasalahan ini seperti Nafisah, Sugiyanto, dan Pratiwi (2020); Rojanah, Sugiyanto, dan Zukhronah (2020); Bartolomius, Martha, dan Aprizkiyandari (2021); dan Arifin, Sugiyanto, dan Nirwana (2022). Penelitian-penelitian tersebut memprediksi krisis ekonomi yang mungkin akan terjadi di Indonesia menggunakan data historis berbagai indikator ekonomi dengan metode Markov-Switching. Metode tersebut terbukti lebih akurat dibandingkan dengan metode-metode lain dalam menjelaskan pola ekonomi yang terjadi di Indonesia karena mampu menangkap perubahan indikator ekonomi yang memiliki periode kontraksi serta ekspansi. Di sisi lain, belum banyak peneliti Indonesia yang mengkaitkan penelitian tentang kontraksi dan ekspansi ekonomi dengan peluang migrasi *Corporate Rating* walaupun secara fakta di lapangan jelas terlihat bahwa kondisi ekonomi yang berlangsung memiliki efek langsung kepada kestabilan *Corporate Rating*.

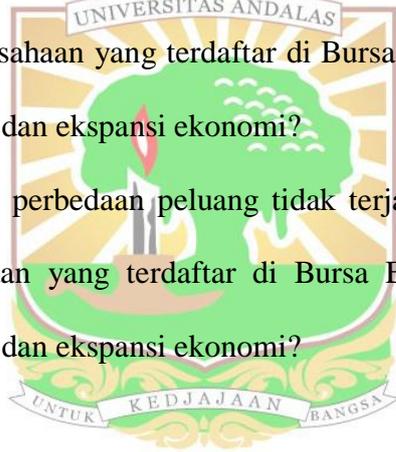
Berdasarkan pembahasan di atas, peneliti tertarik melakukan penelitian yang berjudul **“Prediksi Peluang Migrasi *Corporate Rating* Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Berdasarkan Kondisi Ekonomi”** untuk mengkaji perbedaan efek kontraksi dan ekspansi ekonomi terhadap peluang migrasi *Corporate Rating*, dengan menggunakan data historis *Corporate Rating* perusahaan di Indonesia selama tahun 2007-2023 agar dapat menangkap efek

krisis ekonomi yang terjadi pada tahun 2008 dan tahun 2020 serta ekspansi ekonomi yang terjadi di antara tahun-tahun tersebut.

1.2 Rumusan Masalah

Penelitian ini akan membahas beberapa permasalahan berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan peluang terjadinya penurunan level *Corporate Rating* dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi kontraksi dan ekspansi ekonomi?
2. Apakah terdapat perbedaan peluang terjadinya kenaikan level *Corporate Rating* dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi kontraksi dan ekspansi ekonomi?
3. Apakah terdapat perbedaan peluang tidak terjadinya migrasi *Corporate Rating* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi kontraksi dan ekspansi ekonomi?



1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis dan mengidentifikasi perbedaan peluang terjadinya penurunan level *Corporate Rating* dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi kontraksi dan ekspansi ekonomi.
2. Menganalisis dan mengidentifikasi perbedaan peluang terjadinya kenaikan level *Corporate Rating* dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi kontraksi dan ekspansi ekonomi.

3. Menganalisis dan mengidentifikasi perbedaan peluang tidak terjadinya migrasi *Corporate Rating* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada saat terjadi kontraksi dan ekspansi ekonomi.

1.4 Manfaat Penelitian

a. Manfaat Teoritis

Penelitian ini berkontribusi pada perluasan pengetahuan tentang keakuratan *Corporate Rating* sebagai alat *Signaling Theory* dalam memfasilitasi informasi tentang kualitas perusahaan kepada investor pada kondisi ekonomi tertentu. Penelitian ini juga berkontribusi pada perluasan pengetahuan tentang penerapan metode Markov Switching Autoregressive (MSVAR) dan Regresi Logistik dalam memprediksi peluang migrasi *Corporate Rating* pada kondisi ekonomi tertentu. Penelitian ini dapat membantu peneliti-peneliti lainnya di masa yang akan datang yang ingin mengembangkan penelitian di bidang *Corporate Rating*.

b. Manfaat Praktis

Penelitian ini memberikan wawasan terkini yang sangat berguna bagi para analis keuangan dan ekonomi. Penelitian ini membahas bagaimana kondisi ekonomi dapat berefek kepada peluang migrasi *Corporate Rating* perusahaan-perusahaan di Indonesia menggunakan data historis dan metode analisis yang komprehensif. Informasi yang dihasilkan dari penelitian ini berguna untuk membantu para analis keuangan perusahaan dalam merumuskan strategi yang efektif dalam menghadapi kondisi ekonomi yang serupa di masa mendatang.

Selain itu, hasil dari penelitian ini juga memiliki implikasi penting bagi para pelaku investasi. Dengan memahami bagaimana kondisi ekonomi dapat memengaruhi *Corporate Rating*, investor dapat membuat keputusan yang lebih terarah mengenai investasi jangka panjang. Hasil dari penelitian ini memungkinkan investor untuk mengidentifikasi perusahaan yang memiliki prospek lebih stabil dan menjanjikan dalam jangka panjang, sehingga dapat meminimalkan risiko investasi di tengah fluktuasi ekonomi.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Tujuan dari penegasan ruang lingkup penelitian ini adalah untuk menjaga agar penelitian ini lebih terarah dan tidak menyimpang dari sasaran utama penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya. Oleh karena itu, penelitian ini akan berfokus pada masalah utama yang dibatasi sesuai judul yang diajukan, yaitu: Prediksi Peluang Migrasi *Corporate Rating* Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Berdasarkan Kondisi Ekonomi.

1.6 Sistematika Penulisan

Kedepannya, penelitian ini akan terdiri dari lima bab dengan sistematika sebagai berikut:

Bab I : Pendahuluan

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II : Tinjauan Literatur

Bab ini menjelaskan teori-teori dasar yang menjadi landasan atau pendukung tujuan penelitian. Bab ini terdiri dari kerangka teori, tinjauan literatur dari penelitian sebelumnya, dan hipotesis.

BAB III : Metodologi Penelitian

Bab ini menjelaskan metodologi penelitian yang digunakan untuk menganalisa rumusan masalah. Bab ini memuat desain penelitian, populasi, sampel, metode pengumpulan data, dan metode analisis data.

BAB IV : Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab ini akan menjelaskan deskripsi dari objek penelitian, analisis data dan interpretasi hasil penelitian.

BAB V : Penutup

Bab ini menjelaskan kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil penelitian dan rekomendasi yang diberikan peneliti untuk pihak-pihak yang terkait.

