
PERAN ESG DISCLOSURE DALAM MEMODERASI PENGARUH KINERJA KEUANGAN TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN

Petrus Kanisius Yosta¹

Intan Immanuela²

Y Djoko Sukoco³

^{1,2,3}Akuntansi, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya Kampus Madiun

*Korespondensi: petrus.kanisiusyosta@ukwms.ac.id

Abstract

This study examines the relationship between financial performance and bond ratings and assesses the role of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosures in shaping that relationship. Financial performance is measured through liquidity, solvency, and profitability. This study employs a quantitative, cross-sectional approach involving 52 companies. The data were analyzed using multiple linear regression and Moderated Regression Analysis (MRA). The results indicate that liquidity and solvency influence bond ratings, whereas profitability does not. In the moderation model, ESG disclosure was found to have an effect, and all interactions between financial performance variables and ESG also had an effect. These findings indicate that ESG plays a significant role in strengthening the relationship between financial performance and bond ratings. Furthermore, the adjusted R-squared value increased after the inclusion of the moderation variable, indicating an improvement in the model's ability to explain the variation in bond ratings. Thus, bond ratings are determined not only by a company's financial condition but also by the quality of ESG disclosure, which enhances transparency and investor confidence. These findings confirm that ESG is a critical factor in assessing a company's credit risk.

Keywords: bond ratings; ESG; financial performance.

PENDAHULUAN

Pasar obligasi korporasi di Indonesia telah tumbuh pesat dalam beberapa tahun terakhir. PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) mencatat total penerbitan obligasi korporasi mencapai Rp284,3 triliun pada 2025, meningkat sekitar 89,87% dari tahun sebelumnya sebesar Rp149,7 triliun (Kontan, 2025). Peningkatan ini dipicu oleh kebutuhan pembiayaan jangka panjang, permintaan pendanaan yang lebih murah dibandingkan perbankan, serta kebutuhan *refinancing* perusahaan. Namun, pertumbuhan tersebut juga meningkatkan risiko gagal bayar akibat tekanan likuiditas dan ketidakpastian arus kas, sehingga investor lebih hati-hati dalam menilai risiko kredit perusahaan. Oleh karena itu, peringkat obligasi menjadi indikator krusial sebagai dasar keputusan investasi (Jiang, 2022; Shi *et al.*, 2025).

Penelitian terdahulu umumnya menyoroti pengaruh rasio keuangan (profitabilitas, likuiditas, solvabilitas) terhadap peringkat obligasi. Rasio-rasio ini mencerminkan kondisi keuangan perusahaan dan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek maupun panjang (Aaltonen, 2015; Sitorus & Dewi, 2025). Perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung lebih mampu membayar bunga obligasi,

sedangkan likuiditas tinggi mengurangi risiko gagal bayar. Sebaliknya, *leverage* atau solvabilitas yang tinggi dapat menurunkan peringkat obligasi karena meningkatkan beban utang. Meski demikian, hasil empiris masih beragam (Partha & Yasa, 2016; Masitoh, 2022; Sitorus & Dewi, 2025), sehingga diperlukan pendekatan tambahan untuk menjelaskan risiko kredit secara komprehensif.

Salah satu pendekatan non-keuangan yang kini mendapat perhatian adalah pengungkapan *Environmental, Social, and Governance* (ESG). *ESG disclosure* mencakup transparansi praktik lingkungan, tanggung jawab sosial, dan tata kelola perusahaan (As'ad *et al.*, 2021; Juca *et al.*, 2024; Basali 2025). Pengungkapan ESG meningkatkan kredibilitas perusahaan karena mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan investor (Adlah *et al.*, 2023; Fachrezi *et al.*, 2024). Rahman *et al.* (2023) menemukan bahwa pengungkapan ESG berkualitas tinggi memperkuat pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham serta memiliki risiko yang lebih rendah terhadap keberlanjutan masa depan perusahaan. Selain itu, temuan lain juga mengungkapkan bahwa laporan kinerja ESG yang baik secara signifikan dapat menaikkan nilai perusahaan (Adlah *et al.*, 2023; Rayis *et al.*, 2025). Temuan-temuan ini menunjukkan bahwa faktor ESG dapat menjadi sinyal penting dalam menilai stabilitas dan keberlanjutan perusahaan.

Di Indonesia, implementasi ESG diperkuat melalui regulasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK, 2023) tentang pelaporan keberlanjutan dan keuangan hijau, mempertegas relevansi *ESG disclosure* dalam penilaian risiko. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kinerja keuangan (profitabilitas, likuiditas, solvabilitas) terhadap peringkat obligasi, serta menganalisis peran *ESG disclosure* sebagai variabel moderasi dalam hubungan ini. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan mengisi kesenjangan literatur dengan mengintegrasikan aspek keuangan dan keberlanjutan dalam konteks pasar obligasi Indonesia.

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Resource Dependence Theory (RDT)

Teori ini bisa disebut juga dengan teori ketergantungan sumber daya yang menjelaskan bahwa perusahaan tidak dapat beroperasi secara independen karena bergantung pada sumber daya eksternal seperti modal, legitimasi, dan dukungan dari lingkungan institusional (Pfeffer & Salancik, 1978). Ketergantungan terhadap sumber daya eksternal tersebut mendorong perusahaan untuk membangun mekanisme organisasi yang mampu meningkatkan kepercayaan pihak eksternal. Dalam konteks pasar obligasi, perusahaan sangat bergantung pada pendanaan eksternal dari investor dan pasar modal. Oleh karena itu perusahaan perlu menunjukkan kredibilitas dan transparansi informasi untuk memperoleh kepercayaan atau legitimasi investor. *ESG disclosure* dapat menjadi jalur strategis yang membantu perusahaan untuk memperoleh legitimasi dari pihak eksternal melalui peningkatan transparansi informasi keberlanjutan perusahaan (Khatri *et al.*, 2025).

Organizational Reputation Theory

Teori ini disebut juga dengan reputasi perusahaan yang menekankan akan pentingnya reputasi perusahaan berdasarkan persepsi stakeholder terhadap kinerja perusahaan di masa lalu (Fombrun & Shanley, 1990). Perusahaan yang memiliki reputasi yang baik, yang terbentuk oleh praktik ESG yang kuat, cenderung memiliki kemampuan manajemen risiko yang lebih baik (Veh *et al.*, 2019).

Dengan kata lain, intensitas pengungkapan ESG turut membangun reputasi positif yang dapat menurunkan risiko kredit yang diukur oleh lembaga pemeringkat.

Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi adalah ukuran risiko kredit yang menjelaskan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban utang. Lembaga pemeringkat seperti Pefindo menggunakan kombinasi rasio keuangan dan faktor non-keuangan (tata kelola, prospek industri) untuk menetapkan kategori rating atau peringkat obligasi. Penetapan rating yang dilakukan bersifat prospektif karena mempertimbangkan stabilitas arus kas dan reputasi masa depan perusahaan. Efeknya investor akan menilai peringkat obligasi sebagai indikator penting untuk mengambil keputusan investasi di pasar obligasi (Jiang, 2022). Berikut penggolongan peringkat obligasi dari *high quality* hingga *low quality*.

Tabel 1. Peringkat Obligasi

Indikator	Interpretasi Peringkat	Score
AAA	Peringkat termasuk jenis terbaik dalam memenuhi komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	8
AA+, AA, AA-	Peringkat termasuk jenis sangat kuat dalam merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	7
A+, A, A-	Peringkat termasuk jenis kuat dalam merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	6
BBB+, BBB, BBB-	Peringkat termasuk jenis memuaskan dalam merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	5
BB+, BB, BBB-	Peringkat termasuk jenis agak lemah dalam merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	4
B+, B, B-	Peringkat termasuk jenis lemah dalam merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	3
CCC+, CCC, CCC-	Peringkat termasuk jenis rentan atas kesulitan merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	2
D atau SD	Peringkat termasuk jenis gagal dalam merespons komitmen keuangan pada jangka waktu yang lama.	1

Sumber: *Website* PT Pefindo

Hipotesis

Pengaruh Likuiditas terhadap Peringkat Obligasi

Likuiditas merupakan rasio keuangan yang membuktikan ketahanan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendek. Rasio ini menjadi indikator penting dalam menilai risiko gagal bayar. Dari sudut pandang teori ketergantungan sumber daya, perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi adalah perusahaan yang memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengelola sumber daya internal tanpa ketergantungan eksternal, sehingga meningkatkan kepercayaan investor dan lembaga pemeringkat (Pfeffer & Salancik, 1978). Selain itu, di dalam teori reputasi organisasi menjelaskan bahwa tingkat likuiditas yang baik akan memberikan sinyal positif mengenai stabilitas keuangan perusahaan, yang pada akhirnya meningkatkan reputasi perusahaan di mata pasar (Fombrun & Shanley, 1990).

Hal tersebut diperkuat dengan temuan penelitian sebelum yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi cenderung memiliki risiko kredit yang lebih rendah sehingga bisa berdampak pada perolehan peringkat

obligasi yang lebih tinggi (Partha & Yasa, 2016; Sitorus & Dewi, 2025), namun dalam penelitian Sari (2020) hal ini tidak terdukung penuh. Meskipun demikian, likuiditas menjadi faktor penting dalam menentukan peringkat obligasi.

H1: Likuiditas berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh Solvabilitas terhadap Peringkat Obligasi

Solvabilitas menggambarkan performa perusahaan dari pendanaan utang. Dalam teori ketergantungan sumber daya, tingkat utang yang tinggi menunjukkan ketergantungan perusahaan terhadap sumber pendanaan eksternal. Penggunaan utang yang tinggi sangat berpeluang terjadinya risiko kredit sehingga menurunkan kepercayaan investor (Pfeffer & Salancik, 1978). Sementara itu, dalam teori reputasi organisasi menjelaskan bahwa tingkat utang yang tinggi dapat diartikan sebagai sinyal negatif oleh pasar karena meningkatkan risiko gagal bayar, sehingga berdampak pada penurunan reputasi perusahaan.

Temuan riset sebelum membuktikan bahwa solvabilitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi, di mana tingkat utang yang tinggi cenderung menurunkan peringkat obligasi karena berpeluang untuk meningkatkan risiko kredit perusahaan (Aaltonen, 2015; Landry *et al.*, 2017; Masitoh, 2022; Sinaga *et al.*, 2026;). Oleh karena itu, solvabilitas menjadi determinan penting dalam penilaian risiko obligasi.

H2: Solvabilitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Peringkat Obligasi

Profitabilitas menggambarkan performa perusahaan melalui penggunaan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Dalam teori ketergantungan sumber daya, perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi memiliki kemampuan yang lebih besar untuk membiayai operasionalnya secara mandiri, sehingga mengurangi ketergantungan pada sumber pendanaan eksternal (Pfeffer & Salancik, 1978). Hal ini meningkatkan kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya.

Berdasarkan teori reputasi organisasi, profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan kinerja perusahaan yang positif. Dalam hal ini, reputasi perusahaan akan terdeteksi positif juga di mata investor dan lembaga pemeringkat (Fombrun & Shanley, 1990). Alhasil, peringkat obligasi bisa terpengaruh oleh profitabilitas. Temuan terdahulu juga membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi karena meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban utang (Pamungkas & Herawaty 2021; Jiang, 2022; Sitorus & Dewi, 2025). Meski demikian, Yuliana (2018) bertolak belakang dengan temuan tersebut.

H3: Profitabilitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Peran ESG Disclosure sebagai Variabel Moderasi

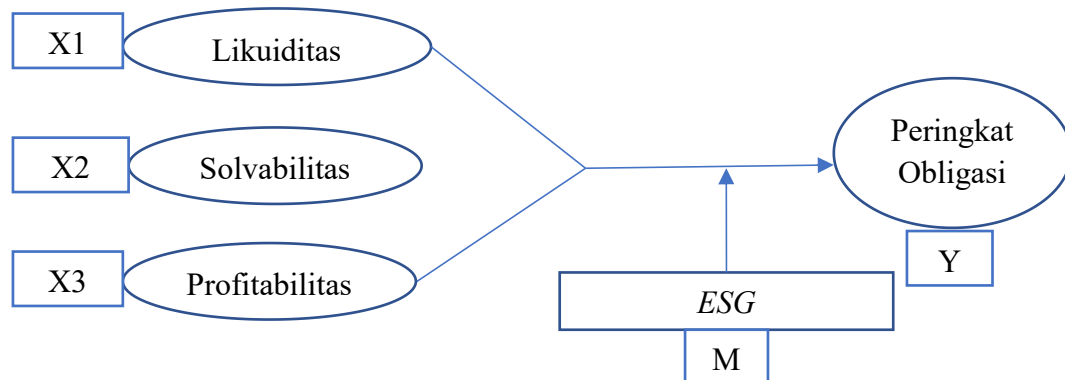
Pengungkapan ESG dalam penelitian ini dipahami sebagai modal penting yang berakar pada teori ketergantungan sumber daya dan teori reputasi organisasi. Sejalan dengan teori ketergantungan sumber daya, perusahaan pada dasarnya bergantung pada sumber daya eksternal seperti modal dan kepercayaan investor, sehingga membutuhkan transparansi untuk memperoleh legitimasi (Pfeffer & Salancik, 1978; Khatri *et al.*, 2025). Pengungkapan ESG atau ESG disclosure menjadi sarana untuk meningkatkan akuntabilitas dan mengurangi asimetri informasi, sehingga memperkuat kepercayaan investor dan kreditor. Sementara itu,

dari teori reputasi organisasi, pengungkapan ESG cukup berkontribusi untuk membangun reputasi perusahaan sebagai entitas yang bertanggung jawab dan berkelanjutan yang dapat meningkatkan persepsi positif terhadap kualitas manajemen risiko perusahaan (Fombrun & Shanley, 1990; Veh *et al.*, 2019).

Literatur empiris sangat mendukung bahwa pengungkapan ESG dapat menurunkan biaya utang, meningkatkan akses kredit, serta mengurangi risiko kredit perusahaan (You *et al.*, 2025; Gallucci, Santulli, & Tipaldi, 2025; Kazyte, Krusna, & Sapkauskiene, 2026; Wang & Yang, 2023; Chen, Wang, & Chen, 2025; Tsang, Frost, & Cao, 2023). Temuan ini juga konsisten dengan studi sebelumnya yang menunjukkan bahwa pengungkapan ESG dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kredibilitas informasi melalui reputasi dan transparansi (Basali, 2025; Juca *et al.*, 2024; Adlah *et al.*, 2023; Rayis *et al.*, 2025; Sari *et al.*, 2025; Rahman *et al.*, 2023).

Berdasarkan hal tersebut di atas, maka pengungkapan ESG yang tinggi akan berimbas pada penilaian keuangan perusahaan yang semakin dipercaya, sehingga reputasi perusahaan terjaga dan meningkatkan kepercayaan lembaga pemeringkat terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utangnya. Sebaliknya, pada perusahaan dengan pengungkapan ESG yang rendah, informasi keuangan cenderung kurang dipercaya sehingga pengaruhnya terhadap peringkat obligasi menjadi lebih lemah. Namun demikian, beberapa penelitian lain menunjukkan hasil yang tidak konsisten, di mana ESG belum sepenuhnya memengaruhi keputusan investor di Indonesia, yang mengindikasikan bahwa efektivitas pengungkapan ESG masih bergantung pada konteks dan kualitas pengungkapan (Fachrezi *et al.*, 2024; Cahyaningtyas *et al.*, 2024). Berdasarkan landasan teoritis dan temuan empiris tersebut, maka pengungkapan ESG diduga dapat memperkuat hubungan antara kinerja keuangan dan peringkat obligasi.

H4: ESG *disclosure* memoderasi pengaruh likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas terhadap peringkat obligasi.



Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode *explanatory research* untuk menguji hubungan kausal antar variabel. Sampel penelitian terdiri dari perusahaan yang menerbitkan obligasi dan diperingkat oleh PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) selama periode 2022–2025. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive sampling* dengan mempertimbangkan ketersediaan data ESG, laporan keuangan, serta konsistensi peringkat obligasi. Untuk meningkatkan jumlah observasi dan variasi data, penelitian ini menggunakan

pendekatan lintas sektor yang meliputi sektor energi, manufaktur, konstruksi, dan perbankan.

Data utama diperoleh dari dua sumber resmi, yaitu BEI (IDX) dan Pefindo. Bursa Efek Indonesia menyediakan laporan keuangan perusahaan publik (melalui laporan tahunan atau data finansial) yang mencakup komponen kinerja keuangan dan non keuangan. Data ini digunakan untuk menghitung profitabilitas (ROA), likuiditas (Current Ratio), dan solvabilitas (Debt-to-Equity Ratio) setiap perusahaan. Selain itu, BEI juga menyediakan informasi skor ESG (melalui indeks IDX ESG Leaders) yang menilai kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. Peringkat obligasi diperoleh dari situs resmi Pefindo (melalui publikasi daftar rating atau *press release*).

Variabel dalam penelitian ini adalah:

1. Peringkat Obligasi (Y): Peringkat obligasi dalam penelitian ini diukur berdasarkan kategori rating yang diterbitkan oleh PEFINDO sebagaimana disajikan pada tabel 1. Kategori rating tersebut akan dikonversi menjadi data numerik untuk keperluan analisis regresi (Jiang, 2022). Konversi rating dilakukan dengan mengubah peringkat seperti (AAA, AA+, AA, dst.) menjadi skor ordinal (1–8), lalu disesuaikan skala atau pembobotan sehingga dapat menghasilkan nilai numerik yang dapat diolah secara statistik (Ghozali, 2021). Penyesuaian ini bertujuan untuk menghindari kehilangan informasi akibat data kategorikal, serta memungkinkan penggunaan analisis regresi linear secara lebih akurat (Jaworska, 2021; Zanin, 2022; MDPI, 2024).
2. Likuiditas (X1): diukur dengan *Current Ratio* (Aset Lancar/Liabilitas Lancar) untuk menunjukkan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek (Ghozali, 2021).
3. Solvabilitas (X2): diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai ukuran leverage dan risiko utang perusahaan (Ghozali, 2021).
4. Profitabilitas (X3): diukur dengan *Return on Assets* (ROA = Laba Bersih / Total Aset) sebagai indikator kemampuan menghasilkan laba (Ghozali, 2021).
5. ESG Disclosure (M): pengungkapan ESG dalam penelitian ini diukur menggunakan skala (0–2), dengan keterangan masing-masing yaitu tidak mengungkapkan (0), parsial (0,5-1,5), dan komprehensif (2). Pendekatan ini lebih representatif karena ESG merupakan konsep multidimensional yang memiliki variasi kualitas (Tsang *et al.*, 2023; MSCI, 2020).

Pengujian dalam penelitian ini dilakukan melalui beberapa tahapan untuk memastikan kelayakan model regresi. Uji normalitas menggunakan *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,572 ($> 0,05$), sehingga data dinyatakan berdistribusi normal. Uji multikolinearitas menunjukkan nilai *tolerance* seluruh variabel $> 0,10$ dan VIF < 10 , yang berarti tidak terdapat korelasi tinggi antar variabel independen. Selanjutnya, uji heteroskedastisitas berdasarkan *scatterplot* menunjukkan pola penyebaran titik yang acak dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Kriteria-kriteria tersebut sesuai dengan standar pengujian asumsi klasik yang dikemukakan oleh Ghozali (2021) dan Hair *et al.* (2019), di mana model regresi dinyatakan layak apabila memenuhi asumsi normalitas, tidak terjadi

multikolinearitas, dan tidak terdapat heteroskedastisitas. Setelah asumsi terpenuhi, analisis dilanjutkan dengan regresi linear berganda (regresi sederhana) untuk menguji pengaruh langsung variabel independen terhadap dependen, serta *moderated regression analysis* (MRA) untuk menguji peran variabel moderasi, dengan tingkat signifikansi 0,05 sebagai dasar pengambilan keputusan, yaitu jika nilai sig < 0,05 maka hipotesis diterima, dan sebaliknya jika sig > 0,05 maka hipotesis ditolak.

Model persamaan regresi linear berganda dan regresi moderasi masing-masing secara urut adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 M + \beta_5 (X_1 \times M) + \beta_6 (X_2 \times M) + \beta_7 (X_3 \times M) + \varepsilon.$$

Keterangan:

Y : variabel dependen (peringkat obligasi);

X_{1,2,3} : variabel independen (likuiditas, solvabilitas, profitabilitas);

β₀ : konstanta;

β_{1,2,3} : koefisien regresi;

ε : error term;

M : variabel moderasi (ESG Disclosure);

X × M : interaksi variabel independen dan moderasi.

Analisis regresi menggunakan perangkat lunak SPSS 26. Hasil regresi diinterpretasikan untuk melihat apakah koefisien interaksi (ESG) memiliki pengaruh, yang menunjukkan efektivitas pengungkapan ESG dalam memperkuat atau memperlemah hubungan kinerja keuangan terhadap peringkat obligasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 2. Statistik Deskriptif

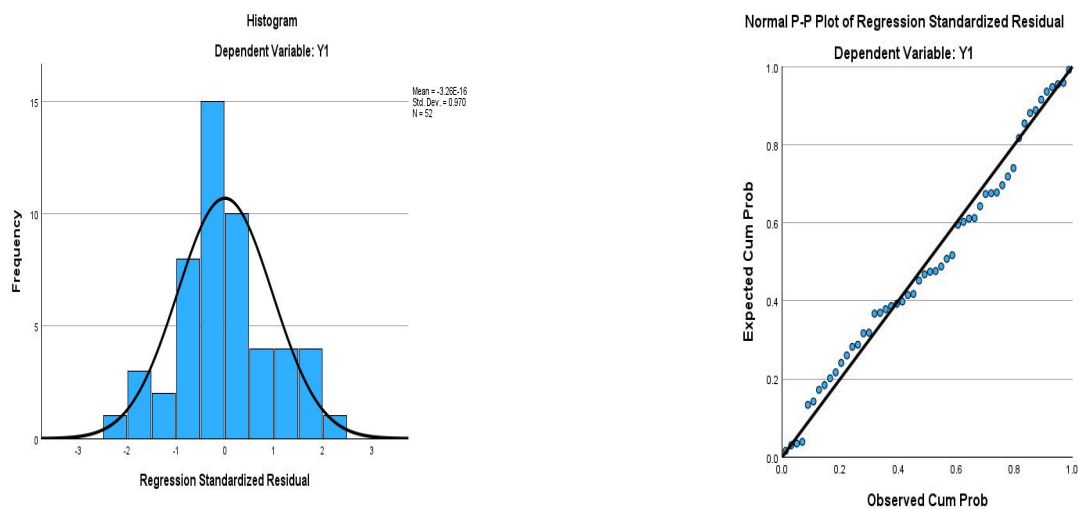
Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Likuiditas (X1)	52	0	10	3.95	3.15
Solvabilitas (X2)	52	0	10	4.3	2.901
Profitabilitas (X3)	52	0	10	4.41	2.894
Peringkat Obligasi (Y)	52	4.93	7.29	6.3462	0.45983
ESG Disclosure (M)	52	0	2	0.79	0.526
Likuiditas*ESG (X1M)	52	-0.67	14.3	2.9754	3.68022
Solvabilitas*ESG (X2M)	52	-0.48	13.99	3.4559	3.6836
Profitabilitas*ESG (X3M)	52	-0.67	14.3	3.4875	3.77953

Statistik deskriptif pada tabel 2, menunjukkan adanya variasi kinerja keuangan antar perusahaan. Likuiditas (X1) memiliki rata-rata 3,95 dengan standar deviasi 3,15, yang menunjukkan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek berada pada tingkat sedang namun belum merata. Solvabilitas (X2) memiliki rata-rata 4,30 dan standar deviasi 2,901, mengindikasikan perbedaan struktur pendanaan, di mana sebagian perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi, sementara yang lain lebih rendah. Profitabilitas (X3) memiliki rata-rata 4,41 dengan standar deviasi 2,894, yang berarti sebagian besar perusahaan mampu menghasilkan laba, tetapi masih terdapat perbedaan kinerja yang cukup signifikan. Sementara itu, peringkat obligasi (Y) memiliki rata-rata 6,34 dengan standar deviasi yang rendah

(0,459), menunjukkan bahwa mayoritas perusahaan berada pada kategori peringkat menengah ke atas dengan risiko kredit yang relatif stabil dan tidak terlalu bervariasi.

Variabel *ESG Disclosure* (M) memiliki nilai minimum 0 dan maksimum 2 dengan rata-rata 0,79 menunjukkan bahwa tingkat pengungkapan ESG masih tergolong rendah hingga menengah. Artinya, belum semua perusahaan mengungkapkan ESG secara lengkap, meskipun sebagian sudah mulai menerapkannya. Standar deviasi 0,526 menunjukkan adanya perbedaan tingkat pengungkapan antarperusahaan. Secara ilmiah, kondisi ini mencerminkan bahwa praktik ESG belum sepenuhnya merata, sehingga berpotensi menjadi faktor pembeda dalam menilai kualitas perusahaan. Perusahaan dengan pengungkapan ESG yang lebih tinggi cenderung memberikan sinyal transparansi dan pengelolaan risiko yang lebih baik, yang dapat memengaruhi penilaian peringkat obligasi.

Uji Normalitas



Gambar 2. Histogram & P-Plot

Berdasarkan hasil uji normalitas melalui histogram dan Normal P-P Plot, dapat disimpulkan bahwa data penelitian ini terdistribusi normal. Pada histogram, pola penyebaran residual membentuk kurva menyerupai lonceng (bell-shaped curve) yang relatif simetris di sekitar nilai tengah. Secara teoritis, distribusi normal ditandai dengan bentuk kurva yang simetris dan terpusat, di mana frekuensi data tertinggi berada di sekitar mean dan menurun secara proporsional ke kedua sisi (Ghozali, 2021). Pola ini menunjukkan bahwa tidak terdapat skewness (kemencengan) yang ekstrem, sehingga distribusi residual dapat dianggap mendekati normal.

Selain itu, pada grafik Normal P-P Plot terlihat bahwa titik-titik data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi kumulatif residual empiris mendekati distribusi normal teoritis. Menurut Ghozali (2021) serta Hair *et al.* (2019), jika titik-titik pada P-P Plot berada di sekitar garis diagonal dan tidak menyimpang jauh, maka asumsi

normalitas dapat terpenuhi. Dengan demikian, kombinasi antara bentuk histogram yang simetris dan pola P-P Plot yang mengikuti garis diagonal memberikan bukti yang konsisten bahwa data residual dalam penelitian ini berdistribusi normal.

Tabel 3. One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		52
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0
	Std. Deviation	0.23490428
	Absolute	0.079
Most Extreme Differences	Positive	0.079
	Negative	-0.056
Test Statistic		0.079
Asymp. Sig. (2-tailed) ^c		.200 ^d
	Sig.	0.572
Monte Carlo Sig. (2-tailed) ^e	99% Confidence Interval	Lower Bound
		Upper Bound
		0.584

Hasil uji normalitas melalui metode Kolmogorov-Smirnov menunjukkan bahwa tidak terdapat cukup bukti untuk menolak hipotesis nol, sehingga data dapat dianggap berdistribusi normal. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi (Asymp. Sig.) sebesar 0,572, yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (Ghozali, 2021).

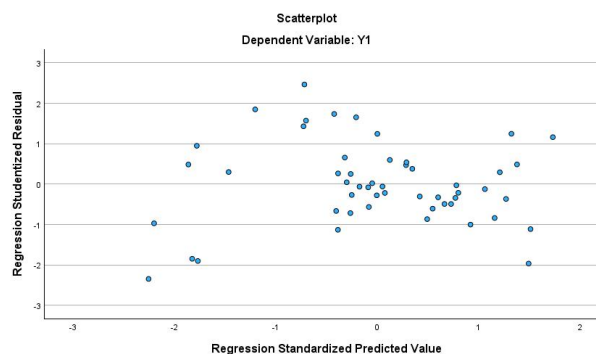
Uji Multikolinearitas

Tabel 4. Multikolinearitas

<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
0.901	1.11
0.951	1.052
0.888	1.126

Apabila nilai tolerance > 0,10 dan VIF < 10, maka hubungan antar variabel independen masih dalam batas yang dapat diterima (Ghozali, 2021). Tabel 4 ini menunjukkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas dalam model penelitian. Artinya, model regresi memiliki estimasi parameter yang lebih akurat dan dapat diinterpretasikan secara valid (Hair *et al.*, 2019).

Uji Heteroskedastisitas



Gambar 3. Heteroskedastisitas

Melalui grafik *scatterplot*, terlihat jelas bahwa titik-titik data menyebar secara acak di sekitar garis nol dan tidak membentuk pola tertentu, baik pola mengerucut (cone), melebar, maupun bergelombang. Pola penyebaran yang acak ini menunjukkan bahwa varians residual bersifat konstan (homoskedastisitas). Artinya, tidak terdapat masalah heteroskedastisitas (Ghozali, 2021), sehingga hasil estimasi regresi dapat dianggap efisien dan tidak bias (Hair *et al.*, 2019).

Regresi Linear Berganda

Tabel 5. Adjusted R Square

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.579 ^a	0.335	0.294	0.574
a. Predictors: (Constant), X3, X2, X1				

Nilai *adjusted r square* (tabel 5) mencapai 0,294. Hal ini menggambarkan variabel likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas hanya bisa menjelaskan sekitar 29,4% variasi peringkat obligasi, sisanya diukur oleh faktor lain di luar dari model penelitian ini.

Tabel 6. Uji F

Tabel 6. Uji F						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.97	3	2.657	8.071	<,001 ^b
	Residual	15.8	48	0.329		
	Total	23.769	51			
a. Dependent Variable: Peringkat Obligasi (Y)						
b. Predictors: (Constant), X3, X2, X1						

Nilai signifikansi uji F (tabel 6) sebesar $0,001 < 0,05$ menggambarkan bahwa model regresi yang dilakukan layak untuk digunakan (Ghozali, 2021).

Tabel 7. Uji t

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5.824	0.208		27.982	<,001
	X1	0.103	0.027	0.474	3.821	<,001
	X2	0.068	0.028	0.288	2.386	0.021
	X3	-0.04	0.029	-0.168	-1.343	0.186
a. Dependent Variable: Peringkat Obligasi (Y)						

Hasil uji t yang digambarkan pada tabel 7 menjelaskan bahwa likuiditas (X1) dan solvabilitas (X2) berpengaruh terhadap peringkat obligasi, sedangkan profitabilitas (X3) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Likuiditas menunjukkan nilai signifikansi sebesar $(0,001 < 0,05)$ dengan koefisien regresi bernilai positif sebesar 0,103. Artinya, semakin tinggi likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi peringkat obligasi yang diperoleh. Hal ini menunjukkan bahwa

kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek menjadi salah satu pertimbangan penting dalam penilaian risiko kredit oleh lembaga pemeringkat.

Hasil tersebut juga menjelaskan bahwa solvabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dengan nilai signifikansi sebesar ($0,021 < 0,05$) dan koefisien regresi sebesar 0,068. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki struktur pendanaan yang cukup baik dan kemampuan perusahaan dalam mengelola kewajiban jangka panjang dapat menentukan kualitas peringkat obligasi. Di sisi lain, terdapat profitabilitas yang juga diteliti dengan nilai signifikansi sebesar ($0,186 > 0,05$) dan koefisien regresi sebesar -0,04. Kondisi ini menunjukkan bahwa secara statistik profitabilitas tidak terbukti berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hasil ini menjelaskan bahwa penilaian peringkat obligasi lebih menekankan pada aspek kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban dan mengontrol risiko utang dibandingkan pada kemampuan menghasilkan laba. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa likuiditas dan solvabilitas merupakan determinan utama dalam penentuan peringkat obligasi (Jiang, 2022; Sitorus & Dewi, 2025).

Moderated Regression Analysis (MRA)

Tabel 8. Adjusted R Square

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.986 ^a	0.972	0.968	0.08242

a. Predictors: (Constant), X3M, X2, X1, M, X3, X2M, X1M

Berdasarkan hasil *moderated regression analysis* (MRA) pada tabel 8, terdapat nilai R sebesar 0,986 yang menunjukkan hubungan likuiditas (X1), solvabilitas (X2), profitabilitas (X3), ESG (M) dan interaksi (X1M, X2M, dan X3M) serta peringkat obligasi tergolong kuat. Nilai *r-square* sebesar 0,972 dan *adjusted r square* sebesar 0,968 menjelaskan bahwa peringkat obligasi cukup kuat jika hanya dijelaskan oleh likuiditas (X1), solvabilitas (X2), profitabilitas (X3), ESG (M) dengan interaksi antar variabel (X1M, X2M, dan X3M). Estimasi nilai *Std error* juga menjadi indikator kuat bahwa tingkat kesalahan prediksi model relatif kecil sebesar 0,082.

Tabel 9. Uji F

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.485	7	1.498	220.494	<,001 ^b
	Residual	0.299	44	0.007		
	Total	10.784	51			

a. Dependent Variable: Peringkat Obligasi (Y)

b. Predictors: (Constant), X3M, X2, X1, M, X3, X2M, X1M

Hasil uji F pada tabel 9 menunjukkan nilai signifikansi sebesar $0,001 < 0,05$. Nilai ini menjelaskan bahwa model regresi likuiditas (X1), solvabilitas (X2),

profitabilitas (X3), ESG (M) dan interaksi (X1M, X2M, dan X3M) layak digunakan untuk menjelaskan perubahan peringkat obligasi.

Tabel 10. Uji t (Moderasi)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	6.708	0.062		108.736	<,001
X1	0.009	0.009	0.063	1.019	0.314
X2	-0.043	0.008	-0.268	-5.335	<,001
X3	-0.007	0.01	-0.041	-0.68	0.5
M	-0.939	0.061	-1.073	-15.498	<,001
X1M	0.092	0.011	0.735	8.301	<,001
X2M	0.128	0.009	1.025	13.681	<,001
X3M	-0.045	0.011	-0.369	-4.027	<,001

a. Dependent Variable: Peringkat Obligasi (Y)

Hasil pada tabel 10 melalui *moderated regression analysis* (MRA), Solvabilitas (X2) dengan nilai signifikansi sebesar ($0,001 < 0,05$) dinyatakan masih berpengaruh terhadap peringkat obligasi, sedangkan likuiditas (X1) dengan nilai signifikansi ($0,314 > 0,05$) dan profitabilitas (X3) dengan nilai signifikansi ($0,50 > 0,05$) menunjukkan tidak berpengaruh langsung terhadap peringkat obligasi. Temuan ini menegaskan bahwa struktur utang dan kemampuan perusahaan dalam mengelola kewajiban jangka panjang masih menjadi pertimbangan utama dalam penilaian obligasi. Selain itu, pengungkapan ESG (M) dengan nilai signifikansi ($0,001 < 0,05$) menunjukkan adanya pengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini mengindikasikan bahwa aspek non keuangan (ESG) menjadi pilihan yang cukup baik dalam proses penilaian risiko kredit. Temuan ini juga sejalan dengan temuan Sinaga *et al.* (2026) dan Landry *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan praktik ESG cenderung memiliki risiko kredit yang rendah.

Hasil uji moderasi yang ditunjukkan dalam tabel 10 juga menjadi pembuktian bahwa ESG menjadi sinyal positif untuk diadopsi sebagai bagian dari kerangka kerja perusahaan. Hal ini terlihat dari statistik dengan tingkat signifikansi baik likuiditas, solvabilitas, maupun profitabilitas sebesar ($0,001 < 0,05$) yang menunjukkan bahwa pengungkapan ESG sangat berperan penting dalam mempengaruhi kekuatan hubungan antara kinerja keuangan dan peringkat obligasi. Dalam kondisi ini, interaksi likuiditas dan ESG yang signifikan membuktikan bahwa pengaruh likuiditas terhadap peringkat obligasi menjadi berbeda pada tingkat pengungkapan ESG. Sementara itu, interaksi solvabilitas dan ESG yang signifikan juga membuktikan bahwa ESG turut membentuk persepsi pasar terhadap struktur utang perusahaan, sehingga pengaruh solvabilitas terhadap peringkat obligasi tidak terpisah, melainkan bergantung pada kualitas pengungkapan ESG. Selain itu, interaksi profitabilitas dan ESG yang signifikan

menegaskan bahwa ESG terbukti menjadi salah satu faktor yang cukup kuat oleh pasar dalam melihat performa laba perusahaan sebelum melacak risiko kredit.

Temuan ini memperkuat pandangan bahwa ESG bukan hanya berfungsi sebagai pelengkap laporan tahunan perusahaan, tetapi juga sebagai sinyal positif yang meningkatkan transparansi, kredibilitas, dan kualitas informasi perusahaan. Argumentasi Yudha (2026) perihal pentingnya laporan ESG yang kredibel sebagai daya tarik investor mendukung hasil ini, karena pasar cenderung memberikan penilaian yang lebih positif terhadap perusahaan yang mampu menunjukkan komitmen keberlanjutan secara jelas. Oleh karena itu, pengungkapan ESG tidak hanya dilihat sebagai pelengkap laporan perusahaan, tetapi juga menjadi fasilitas penting yang bisa memperkuat aspek keuangan dan persepsi risiko di pasar obligasi.

Telaah kritis yang bisa dimaknai dari hasil penelitian ini bahwa ESG tidak selalu berkaitan langsung dengan profitabilitas sejalan dengan Pratama (2025), yang menyatakan bahwa ESG di Indonesia masih sering dinilai sebagai instrumen reputasi dan legitimasi, bukan sebagai pendorong langsung kinerja laba. Namun demikian, dalam penelitian ini, ESG tetap terbukti penting karena mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan peringkat obligasi. Artinya, meskipun profitabilitas tidak berpengaruh secara langsung, keterkaitan hubungan akan menguat ketika dilengkapi dengan kualitas pengungkapan ESG. Dengan demikian, ESG dapat dipahami sebagai salah satu kerangka kerja penting yang dilihat pasar dalam aktivitas perusahaan.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menjelaskan bahwa penilaian peringkat obligasi tidak hanya bergantung pada indikator keuangan, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor non-keuangan, khususnya ESG *disclosure* atau pengungkapan ESG. ESG terbukti berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat atau mengubah hubungan antara kinerja keuangan dan peringkat obligasi, sehingga memberikan perspektif baru dalam analisis risiko kredit. Temuan ini membuktikan bahwa perusahaan yang mampu mengintegrasikan kinerja keuangan yang baik dengan pengungkapan ESG yang berkualitas akan memiliki keunggulan dalam memperoleh kepercayaan investor dan lembaga pemeringkat. Dengan demikian, ESG tidak hanya berfungsi sebagai alat legitimasi atau reputasi, tetapi juga sebagai sinyal strategis yang meningkatkan kredibilitas informasi perusahaan di pasar keuangan. Oleh karena itu, implikasi praktis dari penelitian ini adalah pentingnya bagi perusahaan untuk meningkatkan kualitas pengungkapan ESG secara konsisten, serta bagi investor untuk mempertimbangkan aspek keberlanjutan dalam pengambilan keputusan investasi.

Keterbatasan

Penelitian ini menggunakan desain *cross-sectional* dengan sampel terbatas (52 perusahaan), sehingga generalisasi hasil perlu dilakukan secara hati-hati.

Pengukuran ESG dengan skala 0–2 masih sederhana dan belum sepenuhnya mencerminkan kualitas pengungkapan, khususnya aspek tata kelola. Di sisi lain, penggunaan metode MRA linear berpotensi tidak menangkap hubungan non-linear. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan melakukan uji *robustnes*, seperti *bootstrap* untuk meningkatkan validitas hasil.

DAFTAR PUSTAKA

- Aaltonen, C. (2015). *Financial ratios as determinants for credit ratings: Case Finnvera plc* (Master's thesis). Aalto University.
<https://urn.fi/URN:NBN:fi:aalto-201511055020>
- Adzhana, A., & Febrianto, R. (2023). The impact of ESG on corporate value. *Jurnal Akuntansi dan Riset*, 8(1).
<https://doi.org/10.32424/1.sar.2023.8.1.8270>
- As'ad, I. V., & Lubis, A. W. (2025). Does environmental, social, and governance affect firm value? The mediating role of financing constraints in Southeast Asia. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*.
<https://doi.org/10.24034/j25485024.y2025.v9.i4.7359>
- Basali, M. (2025). Impact of financial performance and corporate governance on ESG disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *Sustainability*, 17(18), 8473. <https://doi.org/10.3390/su17188473>
- Cahyaningtyas, S. R., Muhsyaf, S. A., & Husnaini, W. (2023). ESG disclosure and company performance. *Journal of Economics and Business*, 23(2).
<https://doi.org/10.19184/jeam.v23i2.47084>
- Chen, S.-L., Wang, D.-n., & Chen, H.-W. (2025). The impact of ESG factors on credit ratings: An empirical study of European banks. *International Review of Economics & Finance*, 99, 104056.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104056>
- Chodnicka-Jaworska, P. (2021). *ESG as a measure of credit ratings*. *Risks*, 9(12), 226. <https://doi.org/10.3390/risks9120226>
- Fachrezi, M. F., Fauziah, S., Iqbal, M., & Firmansyah, A. (2024). ESG risk dan nilai perusahaan di Indonesia. *Akuntansiku*, 3(2), 64–76.
<https://doi.org/10.54957/akuntansiku.v3i2.691>
- Fombrun, C. J., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258. <https://doi.org/10.5465/256324>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gallucci, C., Santulli, R., & Tipaldi, R. (2025). ESG disclosure and access to credit: A configurational analysis of European listed firms. *Business Strategy and the Environment*, 34(5), 5838–5856.
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 26* (Edisi 10). Semarang: UNDIP.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.

- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.
<https://doi.org/10.1177/0149206309343469>
<https://investasi.kontan.co.id/news/penerbitan-obligasi-korporasi-melonjak-8987-di-2025-tembus-rp-2843-triliun>
- Jiang, Y. (2022). *Credit ratings, financial ratios, and equity risk: A decomposition analysis based on Moody's, Standard & Poor's and Fitch's ratings*. Finance Research Letters, 46, 102512.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102512>
- Juca, R., Oliveira, J., & Silva, P. (2024). ESG disclosure and firm risk: Evidence from emerging markets. *Journal of Business Research*.
- Kazyte, A., Krusna, R., & Sapkauskiene, A. (2026). From ESG disclosure to credit risk: Evidence from European firms. *Journal of Financial Reporting and Accounting* (advance online publication).
<https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2025-0443>
- Khatri, I., et al. (2025). Corporate governance mechanisms and non-financial disclosure quality: Evidence from sustainability committee, external CSR assurance, and stakeholder engagement. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 58, 100732.
- Landry, E., Castillo-Lazaro, M., & Lee, A. (2017). *Connecting ESG and corporate bond performance*. MIT Sloan School of Management.
- MSCI. (2020, June 29). *ESG ratings: How the weighting scheme affected performance*. https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/esg-ratings-how-the-weighting-scheme-affected-performance?utm_source=chatgpt.com
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2023). *OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (2023). *G20/OECD principles of corporate governance*. OECD Publishing.
- Partha, I. M. Y., & Yasa, G. W. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap peringkat obligasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper & Row.
- PT Pemeringkat Efek Indonesia. (2025). *Outlook pasar obligasi korporasi Indonesia 2025*. PT Pemeringkat Efek Indonesia.
- Putri, R. A., Armelia, R., & Sari, D. P. (2022). The effect of firm size and leverage on financial performance with good corporate governance as a moderating variable: Evidence from infrastructure, utilities, and transportation sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics, Business and Applications*, 7(2), 45–58.
- Rahman, A. F., Kurniawati, D. T., Dewi, A. A., & Kholilah. (2023). The value relevance of sustainability disclosure quality. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 8(2). <https://doi.org/10.23887/jia.v8i2.68924>
- Rayis, D. A., Juanda, A., & Wicaksono, A. P. N. (2025). The effect of ESG performance on firm value. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 29(2). <https://doi.org/10.20885/jaai.vol29.iss2.art8>

- Sari, D. P., Fikri, M., Kartika, R., & Tanwattana, N. (2025). Corporate governance, ESG disclosure, and firm value. *Journal of Economics and Management*, 3(2), 50–59. <https://doi.org/10.70716/ecoma.v3i2.235>
- Shi, Y., Yang, Z., Lu, D., Wang, Y., Zhou, Y., & Zhou, L. (2025). <https://arxiv.org/abs/2508.02738>
- Sinaga, V., Sinaga, J. T. G., & Sinaga, N. D. P. (2026). ESG score and cost of debt: Evidence from Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 27(1).
- Sitorus, E. H., & Dewi, V. I. (2025). *Liquidity, leverage, profitability, coupon rate, and maturity structure: Determinants of corporate bond ratings*. *E-Jurnal Akuntansi*, 35(6), 1709–1724. <https://doi.org/10.24843/EJA.2025.v35.i06.p14>
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149.
- Veh, A., Göbel, M., & Vogel, R. (2019). *Corporate reputation in management research: A review of the literature and assessment of the concept*. *Business Research*, 12, 315-353. <https://doi.org/10.1007/s40685-018-0080-4>
- Wang, L., & Yang, L. (2023). Environmental, social and governance performance and credit risk: Moderating effect of corporate life cycle. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102105. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102105>
- You, X., Chen, C., Peng, K., & Li, Y. (2025). ESG disclosure quality and cost of debt. *Emerging Markets Review*, 64, 101219. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101219>
- Yudha, T. (2026). OJK tekankan laporan ESG yang kredibel jadi daya tarik di mata investor. *IDX Channel*.
- Yuliana, I., & Sudana, I. M. (2018). *Effect of profitability, solvency ratio, and liquidity ratio on firm value*. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 13(2), 151–162.
- Zanin, L. (2022). *Estimating the effects of ESG scores on corporate credit ratings using multivariate ordinal logit regression*. *Empirical Economics*, 62(6), 3087-3118. <https://doi.org/10.1007/s00181-021-02121-4>