

Kemampuan_rasio_keuangan

by Agus Sunaryanto

FILE	3-KEMAMPUAN_RASIO_KEUANGAN_OK.PDF (218.77K)		
TIME SUBMITTED	08-MAY-2018 08:34 PM (UTC-0700)	WORD COUNT	5987
SUBMISSION ID	961148676	CHARACTER COUNT	37185

KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN DAN *CORPORATE GOVERNANCE* MEMPREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI PADA PERUSAHAAN *CONSUMER GOODS*

N. Agus Sunarjanto
Daniel Tulasi

Fakultas Bisnis Unika Widya Mandala Surabaya
Jl. Dinoyo 42-44 Surabaya, 60265.

Abstract

This study aimed to examine empirically financial ratios (leverage, liquidity, solvability, and profitability) and corporate governance for distinguishing bond rating company in investment grade and non-investment grade companies. The population of this research was consumer goods companies listed at Indonesia Stock Exchange. The research used purposive sampling, polls financial data and analysis with logistic regression. Research finding indicated that corporate governance and financial ratios were the current ratio (CR), long-term debt ratio (LTDR), total assets and turnover (TAT), return on assets (ROA), independent commissioners (kind), managerial ownership (KM), institutional ownership and audit quality (KA) that were simultaneously able to predict bond rating company as investment grade companies and non investment grade companies.

Key words: *bond rating, corporate governance, financial ratios.*

Kegiatan investasi pada aset keuangan semakin menarik minat masyarakat pada akhir-akhir ini. Hal ini terjadi karena dengan semakin meningkatnya kegiatan investasi dibutuhkan dana yang besar sementara banyak anggota masyarakat yang memiliki surplus dana menginginkan peningkatan nilai dari dana yang dimilikinya. Oleh karena itu ketika penggunaan modal internal perusahaan seperti laba yang ditahan, agio saham, sudah tidak bisa menutupi kebutuhan dana perusahaan banyak perusahaan mencari dana dari masyarakat luas (*go public*) melalui pasar modal. Dalam kaitan dengan investasi pada aset finansial

dapat dibedakan atas dua kelompok yakni aset finansial yang *marketable* dan yang *non marketable*. Investasi pada aset finansial yang *marketable* ini umumnya dilakukan melalui pasar modal.

Aset finansial yang diperjualbelikan dalam pasar modal terbagi atas dua kelompok yaitu *debt capital* (modal utang) dan *equity capital* (modal ekuitas). Selain itu aset finansial juga dapat dibagi ke dalam kategori Instrumen Pasar Uang, Surat Berharga Pasar Modal dengan Pendapatan Tetap, Efek yang bersifat Ekuitas, Derivatif, dan Reksadana (*mutual fund*).

Korespondensi dengan Penulis:

N. Agus Sunarjanto: Telp. +62 31 567 8478; Fax.+62 31 561 0818
E-mail: n_agus_sunarjanto@yahoo.co.id

15

Obligasi merupakan salah satu jenis aset finansial dan instrumen modal (utang) yang tergolong Surat Berharga Pasar Modal dengan Pendapatan Tetap (*fixed-income securities*) yang diperjual belikan dalam pasar modal. Bursa Efek Indonesia (2010) mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindah tangankan 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.

Investasi pada instrumen *fixed income* atau obligasi, menarik bagi investor dikarenakan kelebihan dalam hal keamanannya bila dibandingkan dengan saham, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi sehingga daya tarik saham berkurang, dan (2) obligasi menawarkan tingkat *return* yang positif dan memberikan pendapatan yang tetap (Purwaningsih, 2008). *Return* yang dapat diperoleh pemegang obligasi adalah kupon (bunga) yang diterima secara reguler selama masa investasi sampai jatuh tempo, dan potensi keuntungan yang didapat dari penjualan obligasi pada harga yang lebih tinggi dari harga belinya. Pada umumnya harga obligasi akan meningkat jika suku bunga tabungan menurun.

Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi (*credit ratings*). Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan dari kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman.

Penentuan tingkat skala tersebut memperhitungkan beberapa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi. Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat yang memberikan jasa penilaian terhadap obligasi yang beredar untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi, yang merupakan petunjuk tentang kualitas inves-

tasi obligasi yang diminati. Peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan pengutang dan kemungkinan apa yang dapat dan akan dilakukan sehubungan utang yang dimiliki, sehingga dapat dikatakan bahwa peringkat mencoba mengukur risiko *default*, emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (gagal bayar).

Meskipun demikian, seorang yang ingin berinvestasi pada obligasi hendaknya tetap memperhatikan risiko terpenting yakni *default risk*. Menurut Manurung dkk. (2008), obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, biasanya mendapatkan peringkat obligasi *investment grade* (level A), dikarenakan pemerintah dianggap akan mampu untuk melunasi kupon dan pokok utang saat obligasi jatuh tempo. Namun obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan (*corporate bonds*), bisa mengalami *default risk*, sehingga perlu diperhatikan kesehatan keuangan perusahaan emiten. Untuk menghindari risiko tersebut, investor harus memperhatikan beberapa hal, antara lain peringkat obligasi perusahaan emiten.

Peringkat obligasi penting untuk diperhatikan karena menunjukkan skala risiko atau tingkat keamanan dari suatu obligasi yang diterbitkan. Lebih lanjut, dinyatakan bahwa peringkat obligasi ini penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Raharja & Sari, 2008). Jadi peringkat obligasi juga menjadi sarana pengawasan aktivitas manajemen (Foster, 1986). Proses pemeringkatan berguna untuk menilai kinerja perusahaan dari berbagai faktor yang secara langsung maupun tidak langsung berhubungan dengan keuangan perusahaan. Berdasar informasi peringkat obligasi, investor dapat mengetahui *return* yang diharapkan dan risiko yang dimiliki obligasi tersebut. Peringkat obligasi yang diberikan oleh agen pemeringkat dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, dan BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D).

Pada umumnya peringkat obligasi diberikan oleh agen pemeringkat yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya. Investor dapat menilai tingkat keamanan suatu obligasi dan kredibilitas obligasi berdasarkan informasi yang diperoleh dari agen peringkat. Agen pemeringkat yang terbesar dan terkenal di dunia adalah *Moody's* dan *Standard & Poor's*. Sedangkan di Indonesia terdapat agen pemeringkat sekuritas utang yaitu PT. PE-FINDO (Pemeringkat Efek Indonesia).

Pertanyaan yang kerap muncul sehubungan dengan kredibilitas atas sebuah obligasi apakah peringkat obligasi yang dinilai oleh agen pemeringkat di Indonesia cukup akurat dan diandalkan dalam keputusan berinvestasi. Ini terkait dengan seringnya terjadi bias antara peringkat dan *default risk* sebuah obligasi, salah satunya pada peringkat obligasi Bank Global pada tahun 2004, dimana peringkat obligasi dinilai oleh agen pemeringkat Kasnic dengan kategori A-, namun kemudian ada pengumuman BI bahwa izin Bank Global dibekukan sehingga peringkat obligasinya diturunkan menjadi D (*default*). Menurut Chan *et al.* (1999), salah satu alasan mengapa pemeringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias karena agen *Moody's* dan *S & P's* tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Dengan demikian agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan perubahan peringkat.

Foster (1986) mengungkapkan faktor dapat yang dipertimbangkan agen pemeringkat dalam menentukan pemeringkat suatu obligasi diantaranya berbagai rasio keuangan, provisi *indenture agreements*, perlindungan terhadap aset yang ada dan kualitas manajemen. Pada penelitian¹⁹, peneliti mengkaji mengenai pemeringkatan obligasi dengan menggunakan rasio-rasio keuangan yang didasarkan pada laporan keuangan perusahaan, dengan asumsi bahwa laporan keuangan perusahaan³ lebih menggambarkan kondisi riil perusahaan. Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat di-

pergunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas (Kaplan & Urwitz, 1979).

Pada umumnya penelitian atas rasio keuangan di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi di Indonesia masih jarang dilakukan. Hal ini disebabkan karena keterbatasan data obligasi serta pengetahuan para investor terhadap obligasi. Selain itu, Wansley *et al.* (1992) menyatakan bahwa sebagian besar perdagangan obligasi dilakukan melalui pasar negosiasi (*over the counter market*) dan secara historis tidak terdapat informasi harga yang tersedia pada saat penerbitan atau saat penjualan. Dengan tidak tersedianya informasi tersebut membuat pasar obligasi menjadi tidak semeriah pasar saham.

Corporate governance adalah seperangkat aturan yang mendefinisikan hubungan antara pemegang saham, manajer, kreditur, pemerintah, karyawan dan stakeholder internal dan eksternal lainnya sehubungan dengan hak dan tanggung jawab atau sistem dengan mana perusahaan diarahkan dan dikendalikan.

Menurut Gitman (2009), *corporate governance* adalah sistem yang digunakan untuk memimpin dan mengontrol perusahaan. Hal ini menegaskan hak dan tanggung jawab dari anggota utama perusahaan seperti pemegang saham, direksi, pegawai dan manajer, semua pemangku kepentingan, serta peraturan dan prosedur untuk membuat keputusan perusahaan. Definisi lain menyatakan *corporate governance* adalah sistem kontrol, peraturan, dan insentif yang dirancang untuk meminimalkan biaya keagenan antara manajer dan investor serta mencegah kecurangan perusahaan, merupakan sebuah konflik kepentingan dan upaya untuk meminimalkannya (Berk & DeMarzo, 2007). Konflik kepentingan yang terjadi antara manajer dan investor berasal dari pemisahan kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan.

Forum for Corporate Governance in Indonesia/FCGI (2001) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hu-

bungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, sehingga menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Nilai tambah yang dimaksud adalah *corporate governance* memberikan perlindungan efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi.

Corporate governance timbul karena kepentingan perusahaan untuk memastikan kepada pihak penyandang dana (*principal/investor*) bahwa dana yang ditanamkan digunakan secara tepat dan efisien. Sesuai itu dengan *corporate governance*, perusahaan memberikan kepastian bahwa manajemen (*agent*) bertindak yang terbaik demi kepentingan perusahaan. Penerapan *corporate governance* memberikan empat manfaat (FCGI, 2001) yaitu: (1) meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi perusahaan, serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*, (2) mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah dan tidak rigid (karena faktor kepercayaan) yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*, (3) mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia, dan (4) pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholders's values* dan dividen.

Masalah keagenan secara langsung berhubungan dengan struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan yang tersebar tidak akan memberikan insentif kepada pemilik untuk memonitor pengelolaan manajemen. Hal ini disebabkan para pemilik akan menanggung sendiri biaya pengawasan (*monitoring cost*), sehingga semua pemilik akan menikmati manfaat. Investor institusi mempunyai peranan dalam menyediakan mekanisme yang dapat dipercaya terhadap penyajian informasi kepada investor. Peranan itu terjadi disebabkan karena in-

vestor institusi merupakan investor yang *sophisticated*, dan mempunyai daya pengendali yang lebih baik dibanding investor individu. Praktik *corporate governance* itu sendiri dapat diproksi dengan komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kualitas audit.

Oleh karena itu berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan, maka penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara empiris kemampuan rasio keuangan (*leverage*, likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas) dan *corporate governance* dalam membedakan peringkat obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* dengan perusahaan yang obligasinya *non-investment grade*.

Kemampuan rasio-rasio keuangan untuk memprediksi kinerja keuangan perusahaan telah lama dilakukan antara lain tentang kebangkrutan (Altman, 1968), kegagalan (Beaver, 1966), penentuan kredit jangka panjang (Horrigian, 1966), dan *return* saham (Ou & Penman, 1989). Lalu penelitian tentang rasio keuangan sebagai prediktor peringkat obligasi juga telah banyak dilakukan. Namun penelitian serupa dengan memasukkan unsur-unsur non keuangan seperti *corporate governance* masih jarang dilakukan.

HIPOTESIS

Berdasarkan teori dan penelitian empiris, maka hipotesis dalam penelitian adalah:

H₁: variabel-variabel rasio keuangan (*leverage*, likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas) dan *corporate governance* mampu memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

METODE

Penelitian ini merupakan suatu penelitian eksperimental (*causal research*), analisis data menggunakan *multiple logistic regression* atau *logit model* karena variabel dependen berbentuk kategorial (*non metric*) dan variabel independennya merupakan kombinasi antara variabel kontinyu atau *metric*

(rasio keuangan) dan kategorial atau *non metric* (*corporate covernance*) sehingga tidak harus dipenuhi ⁵umsi *multivariate normal distribution data*. Sampel penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan barang konsumsi, belum jatuh tempo (beredar) selama pe-

²⁶riode penelitian, diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2007 dan belum jatuh tempo sampai dengan 31 Desember 2009 dan menerbitkan ³¹aporan keuangannya secara rutin dan lengkap dan terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT.PEFINDO selama kurun waktu penelitian. Po-

Tabel 1. Sampel Perusahaan Consumer Goods Tahun 2007-2009

Kode	Nama Perusahaan	Jenis Industri
4 ADES	Ades Alfindo Putra Setia	Makanan & Minuman
AQUA	Aqua Golden Mississippi, Tbk	Makanan & Minuman
CEKA	Cahaya Kalbar, Tbk	Makanan & Minuman
DAVO	Davomas Abadi, Tbk	Makanan & Minuman
DLTA	Delta Djakarta, Tbk	Makanan & Minuman
FAST	Fast Food Indonesia, Tbk	Makanan & Minuman
INDF	Indofood Sukses Makmur, Tbk	Makanan & Minuman
MYOR	Mayora Indah, Tbk	Makanan & Minuman
MLB	Multi Bintang Indonesia, Tbk	Makanan & Minuman
STTP	Siantar Top, Tbk	Makanan & Minuman
SMAR	SMART Tbk	Makanan & Minuman
AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food, Tbk Asia Intiselera, Tbk.	Makanan & Minuman
ULTJ	Ultra Jaya Milk, Tbk	Makanan & Minuman
DVLA	Darya Varia, Tbk	Farmasi
KLBF	Kalbe Farma, Tbk	Farmasi
KAEF	Kimia Farma, Tbk	Farmasi
MERK	Merck, Tbk	Farmasi
SCPI	Schering-Plough Indonesia, Tbk	Farmasi
TSCP	Tempo Scan Pacific Tbk	¹⁷ Farmasi
UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Kosmetik & Keperluan Rumah Tangga
KICI	Kedaung Indah Can	Peralatan Rumah Tangga
RMBA	Kedaung Indah Can	Rokok
GGRM	Gudang Garam Tbk	Rokok
HMSP	H.M. Sampoerna Tbk	Rokok

pulasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *consumer goods*, berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009 sebanyak 35 terdiri dari 15 perusahaan makanan dan minuman, 3 perusahaan rokok, 10 perusahaan farmasi, 4 perusahaan kosmetik dan barang keperluan rumah tangga, dan 3 perusahaan peralatan rumah tangga. Dari jumlah tersebut diambil 24 perusahaan sebagai sampel penelitian yang diseleksi berdasarkan *judgement sampling* khususnya *purposive sampling*. Sampel yang dijadikan sebagai obyek penelitian merupakan perusahaan-perusahaan yang memiliki kelengkapan data dan mengumumkan Laporan Keuangannya secara konsisten pada tahun 2007-2009 di Bursa Efek Indonesia. Adapun perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel tercantum dalam Tabel 1.

Dalam penelitian ini terdapat satu variabel dependen dan enam variabel independen. Variabel Dependen dalam penelitian ini adalah Peringkat Obligasi dan disimbolkan dengan Y. Peringkat obligasi tersebut secara umum terbagi menjadi dua peringkat yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, D). Variabel independen yang akan diuji dalam penelitian ini adalah rasio keuangan dan *corporate governance* Rasio keuangan yang diambil berjumlah empat rasio yang digunakan sebagai proksi dari rasio *leverage*, likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan variabel *corporate governance* yang terdiri dari komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kualitas audit. Model analisis pada penelitian dan definisi operasional sebagai berikut:

$$\ln \frac{p}{1-p} = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \dots + \alpha_n X_n + e$$

Keterangan:

$$\ln \frac{p}{1-p} = \text{Peringkat obligasi}$$

$$\ln \frac{p}{1-p} = 1, \text{ jika peringkat obligasi termasuk } \textit{investment grade}, \text{ skala nominal}$$

$$\ln \frac{p}{1-p} = 0, \text{ jika peringkat obligasi termasuk } \textit{non-investment grade}, \text{ skala nominal}$$

: konstanta

1-8: koefisien regresi

X_1 : rasio likuiditas aspek likuiditas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formula *current asset/ current liabilities* atau *current ratio* (CR), skala rasio.

X_2 : rasio leverage aspek *leverage* dalam penelitian ini diukur dengan formula, *long term liabilities/total asset* atau *long-term debt ratio* (LTDR), skala rasio.

X_3 : rasio solvabilitas aspek solvabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formula *sales/ total assets* atau *total asset turnover* (TAT), skala rasio.

X_4 : rasio profitabilitas aspek profitabilitas dari rasio keuangan ini dapat diukur dengan formula: *earnings after tax / total assets* atau *return on assets* (ROA), skala rasio.

X_5 : komisaris independen diukur dengan persentase kepemilikan komisaris independen, skala rasio.

X_6 : kepemilikan manajerial diukur dengan persentase kepemilikan manajerial, skala rasio.

X_7 : kepemilikan institusional diukur dengan persentase kepemilikan institusi, skala rasio.

X_8 : kualitas audit, diukur melalui kategorial, diaudit oleh KAP *big four* (Erns & Young, Deloitte, KPMG dan PWC) skala 1, jika bukan KAP *big four* skala 0

e : *standard error*.

HASIL

Variabel yang digunakan penelitian ini sebanyak sembilan variabel yang terdiri atas satu variabel dependen dan delapan variabel independen. Variabel dependen adalah peringkat obligasi (*Rating Obligation*) yang disimbolkan dengan ROB. Variabel independen terdiri atas *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind),

kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan instiusional (Kins), dan kualitas audit (KA).

Penilaian *model fit* atau kesesuaian model dengan data observasi dapat berdasarkan pada beberapa metode seperti fungsi *likelihood* dan *Homer and Lomeshow's Goodness of fit test statistic*. Pada penelitian ini digunakan *Homer and Lomeshow's goodness of fit test statistic*. Penilaian *model fit* pada penelitian ini nampak pada Tabel 2.

10
Tabel 2. Hasil Uji Model Fit

Hosmer and Lemeshow Test			
Step	Chi-Square	Df	Sig.
1	3,297	8	0,914

5
Tabel 2 menunjukkan nilai *chi-square Hosmer and Lemeshow's test* sebesar 3,297 dengan nilai probabilitas 0,914 atau 91,4%, lebih besar dari alpha 5%. Hal ini berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau model *fit* (sesuai) dengan data observasi.

Untuk membangun suatu model serta mengetahui kemampuan rasio-rasio keuangan dan *corporate governance* baik secara bersama maupun parsial

dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang *investment grade* dan *non investment grade*, dilakukan analisis dengan *logit model* khususnya *enter method* yang hasilnya tertera pada Tabel 3.

Dari *output* tersebut dikembangkan model *multiple logistic regression* sebagai berikut.

$$\ln \frac{p}{1-p} = 14,231 - 1,015 \text{ CR} - 4,872 \text{ LTDR} + 4,595 \text{ TAT} + 23,590 \text{ ROA} - 3,703 \text{ Kind} + 5,570 \text{ KM} - 13,906 \text{ Kins} - 1,1 \text{ KA}$$

atau

$$\frac{p}{1-p} = e^{-14,231 - 1,015 \text{ CR} - 4,872 \text{ LTDR} + 4,595 \text{ TAT} + 23,59 \text{ ROA} - 3,703 \text{ Kind} + 5,57 \text{ KM} - 1,1 \text{ KA}}$$

Model *logistic regression* menggambarkan bahwa *log of peluang* perusahaan yang tergolong *Investment grade* dan *Non-Investment grade* dipengaruhi oleh *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA) karena masing-masing memiliki probabilitas di bawah = 5%. Sedangkan *current ratio* (CR), *long-term*

Tabel 3. Estimasi Parameter

24

Variables in the Equation						
	B	SE.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
CR	-1,015	0,532	3,647	1	0,056	0,362
LTDR	-4,872	4,877	0,998	1	0,318	0,008
TAT	4,595	2,319	3,925	1	0,048	98,983
ROA	23,590	11,574	4,154	1	0,042	1,759E10
KIND	-3,703	10,554	0,123	1	0,726	0,025
KM	5,570	8,248	0,456	1	0,499	262,429
KINS	-13,906	9,063	2,354	1	0,125	0,000
KA(1)	-1,100	1,603	0,471	1	0,492	0,333
Constant	14,231	9,674	2,164	1	0,141	1515765,307

Variable(s) entered on step 1: CR. LTDR. TAT. ROA. KIND. KM. KINS. KA

debt ratio (LTDR), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) tidak dapat menjelaskan secara signifikan perusahaan yang tergolong *investment grade* dan *non investment grade*. Hal ini dikuatkan dari tingkat probabilitasnya yang di atas 5%. Hubungan antara peluang dan variabel bebas dapat dijelaskan sebagai berikut.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) tidak ada, *odds* (peluang) peringkat obligasi perusahaan *investment grade* sebesar 151511,119 atau $e^{14,231}$.

Jika *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) konstan maka peluang peringkat obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* menurun dengan faktor sebesar 0,362 atau $e^{-1,015}$ untuk setiap perubahan *current ratio* (CR).

Jika *current ratio* (CR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) konstan maka peluang peringkat obligasi perusahaan *investment grade* akan menurun dengan faktor sebesar 0,00766 atau $e^{-4,872}$ untuk setiap unit perubahan LTDR.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) konstan, peluang peringkat obligasi perusahaan *investment grade* akan meningkat dengan faktor 98,99 atau $e^{4,595}$ untuk setiap unit perubahan TAT. Atau peluang perusahaan *investment grade* mengalami peningkatan peringkat obligasi sebesar 98,99 kali lebih tinggi dari pada perusahaan yang *non-investment grade*.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) konstan, peluang peringkat obligasi perusahaan *investment grade* akan meningkat dengan faktor 1575951253 atau $e^{23,590}$ untuk setiap unit perubahan *return on asset* (ROA). Artinya, peluang perusahaan *investment grade* naik sebesar 1.575.951.253 kali lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang *non-investment grade*.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) konstan, peluang peringkat obligasi perusahaan yang *investment grade* menurun dengan faktor 0,025 atau $e^{-3,703}$ untuk setiap unit perubahan komisaris independen (Kind). Maka peluang perusahaan yang memiliki peringkat obligasi *investment grade* akan menurun sebesar -0,025 kali lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak sehat *non-investment grade*.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) konstan, peluang peringkat obligasi perusahaan yang *investment grade* menurun dengan faktor 246,41 atau $e^{5,507}$ untuk setiap unit perubahan kepemilikan manajerial (KM). Jadi peluang perusahaan yang memiliki peringkat obligasi *investment grade* akan naik sebesar 5,507 lebih tinggi dari pada perusahaan *non-investment grade*.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), dan kualitas audit (KA) konstan, peluang peringkat obligasi perusahaan yang *investment grade* menurun dengan faktor 0,0000009 atau $e^{-13,906}$ untuk setiap unit perubahan kepemilikan institusional (Kins). Maka peluang perusahaan

investment grade akan turun sebesar 0,0000009 dibandingkan dengan perusahaan *non-investment grade*.

Jika *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), dan kepemilikan institusional (Kins), peluang peringkat obligasi perusahaan *investment grade* akan menurun dengan faktor sebesar 0,333 atau $e^{-1,100}$ untuk setiap perubahan unit kualitas audit (KA).

Tabel 3 juga menunjukkan bahwa secara parsial variabel *total assets turnover* (TAT) dan *return on assets* (ROA) signifikan pada $\alpha=5\%$, sedangkan *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) tidak signifikan.

Koefisien Determinasi (Nagelkerke's R-Square)

Kontribusi secara simultan variabel independen *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total assets turnover* (TAT), *return on assets* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) terhadap perubahan peringkat obligasi perusahaan diketahui dari nilai *Nagelkerke's R-Square* yang merupakan modifikasi dari *Cox and Snell's R-Square* (dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*). Hasilnya seperti pada Tabel 4.

Tabel 4. Nilai R-Square Variabel Independen

Model Summary		
-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
18,912 ^a	0,472	0,795

Hasil analisis pada Tabel 4 menunjukkan nilai *Nagelkerke's R* sebesar 0,795. Berarti variabilitas variabel dependen (peringkat obligasi perusahaan)

dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 79,5%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model *logistic regression*.

Hipotesis penelitian ini menyatakan, variabel-variabel rasio keuangan (likuiditas, *leverage*, solvabilitas, dan profitabilitas) dan *corporate governance* mampu memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Pengujian hipotesis tersebut nampak pada hasil analisis *logit model* pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Klasifikasi Observasi

Model Summary		
-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
18,912 ^a	0,472	0,795

Pada Tabel 5 hasil prediksi menunjukkan obligasi perusahaan yang sesungguhnya tergolong *non investment grade* sebanyak 9 obligasi sedangkan tiga obligasi seharusnya tergolong peringkat *investment grade*. Maka tingkat ketepatannya sebesar 75%. Sedangkan dari 60 obligasi yang dikelompokkan sebagai *investment grade* diprediksi hanya 58 obligasi yang tergolong *investment grade* sedangkan dua obligasi sesungguhnya tergolong *non investment grade*. Berarti tingkat keakuratannya sebesar 96,7%. Secara keseluruhan, tingkat ketepatan klasifikasi observasi sebesar 93,1%. Karena nilai keakuratannya di atas 50% maka disimpulkan bahwa variabel *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), komisaris independen (Kind), kepemilikan manajerial (KM), dan kepemilikan institusional (Kins), dan kualitas audit (KA) mampu memprediksi observasi kedalam perusahaan yang memiliki *investment grade* dan *non investment grade* secara baik.

PEMBAHASAN

Hasil analisis menunjukkan bahwa secara simultan rasio-rasio keuangan perusahaan dan *corpo-*

rate governance terbukti mampu menjelaskan perbedaan antara obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* dan *non-investment grade*. Namun secara parsial variabel yang dapat menjelaskan secara signifikan perbedaan antara obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* dan *non-investment grade* adalah *total asset turnover* (TAT) dan *return on asset* (ROA). Sedangkan variabel lainnya tidak signifikan untuk membedakan obligasi perusahaan perbedaan antara obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* dan *non-investment grade*.

Dari empat rasio keuangan yang diaplikasikan untuk memprediksi variabilitas peringkat obligasi, ini *current ratio* (CR), *long-term debt ratio* (LTDR), *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA), variabel *total asset turnover* (TAT) dan *return on asset* (ROA) signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Variabel *total asset turnover* (TAT) dan *return on asset* (ROA) memiliki hubungan positif dengan variabilitas obligasi perusahaan. Hal ini menunjukkan semakin tinggi perputaran aktiva (TAT) dan tingkat pengembalian (*return*) perusahaan (ROA) maka semakin besar *odds* (peluang) obligasi sebuah perusahaan dimasukkan kedalam kelompok *investment grade*. Karena risiko investasi pada obligasi pun semakin kecil sehingga memiliki prospek yang baik pada masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Horrigan (1966), Kaplan & Urwitz (1979), Belkaoui (1983), Gentry *et al.* (1985), Burton *et al.* (1998), Chan & Jagadeesh (2003), Sari (2004), dan Purwaningsih (2008) yang menemukan hasil serupa bahwa rasio-rasio keuangan mampu memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Perbedaan terletak pada variabel yang signifikan dimana antara satu peneliti dengan peneliti lainnya juga berbeda. Penelitian ini menemukan bahwa variabel yang signifikan adalah *total asset turnover* (TAT) dan *return on asset* (ROA) sedangkan Horrigan (1966) menemukan variabel yang signifikan adalah TA, *long term solvency ratio*, *long term capital-turnover ratio*, *profit margin ratio* (*net operating profit/sales* dan *sales/net worth ratio*). Kaplan & Urwitz (1979) menemukan:

(1) *interest coverage ratio* yang meliputi *cash flow before interest + taxes/ interest charges*, *cash flow before interest + taxes/ total debt*; (2) *capitalization (leverage) ratio* yang meliputi *long-term debt/ total assets*, *long-term debt/ net worth*; (3) *profitability ratio: net income/ TA*; (4) *size variables*: TA; dan (5) *stability variables* yang meliputi *coefficient of variation of total assets* dan *coefficient of variation of net income*. Lalu Belkaoui (1983) menemukan rasio keuangan *total assets, total debt, short term liabilities/equity of interest, current asset/current liabilities* (CACL), *fix change coverage ratio*, *cash flow* sebagai variabel predictor yang signifikan dengan tingkat ketepatan 72,0%. Hasil penelitian Gentry *et al.* (1988) diperoleh variabel yang signifikan adalah *inventories, other current liabilities, dividend, long term financing, fixed coverage charges*. Burton *et al.* (1998) menemukan variabel yang signifikan adalah *leverage, profitability, liquidity, firm size, organization form, reinsurance, growth & business activity*. Hasil penelitiannya juga menemukan bahwa terdapat hubungan antara *leverage* dengan peringkat obligasi, dimana semakin rendah *leverage* maka semakin tinggi peringkat obligasi yang akan diperoleh oleh perusahaan tersebut. Sari (2004) menemukan lima rasio keuangan yang memiliki kemampuan membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi dengan tingkat ketepatan model sebesar 69,6% lebih besar daripada PEFINDO (56,5%). Pada tahun 2008, Raharja & Sari (2008) kembali menguji rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi dimana diperoleh lima rasio keuangan yang secara signifikan dapat membedakan perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade* *leverage*, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas dengan tingkat ketepatan dalam memprediksi peringkat obligasi dalam dua kategori sebesar 96,2%. Dari penelitian Purwaningsih (2008) diperoleh rasio keuangan yang signifikan yakni *long term liabilities/total assets*, *net worth/total asset*, *cash flow from operations to total liabilities*, *sales/fixed asset* (SFA), dan prediktor peringkat obligasi terbaik adalah *current asset/current liabilities*.

Kemungkinan perbedaan ini terjadi karena proksi (rasio keuangan) dari setiap kelompok rasio keuangan seperti likuiditas, solvabilitas (*leverage*), aktivitas, dan profitabilitas yang digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi perusahaan berbeda antara penelitian ini dengan penelitian terdahulu. Selain itu perbedaan obyek penelitian, periode penelitian, dan teknik analisis statistik merupakan argumentasi rasional untuk menjelaskan perbedaan ini.

Pada penelitian ini secara parsial tidak ditemukan variabel *corporate governance* yang signifikan untuk memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Hasil ini berbeda dengan penelitian Jensen & Meckling (1976) yang menemukan bahwa adanya keselarasan antara kepemilikan manajerial dan investor meningkatkan kinerja perusahaan dan Christiawan & Tarigan (2007) yang menemukan bahwa nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial terbukti lebih baik dibanding nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Berbeda dengan penelitian Susiana & Herawaty (2007) yang membuktikan bahwa semakin besar kualitas audit, maka *cost of debt* perusahaan semakin kecil. Selanjutnya penelitian ini berbeda temuan Setyapurnama & Norpratiwi (2008) yang menemukan bahwa variabel komisaris independen dan kualitas audit signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Kemungkinan perbedaan ini disebabkan karena penelitian ini menggabungkan variabel rasio keuangan dengan *corporate governance* secara bersama sehingga mungkin terjadi multikolinearitas antar variabel independen. Argumentasi lainnya, perbedaan obyek penelitian, periode penelitian, dan teknik analisis statistik menjadi bisa menjadi dasar adanya perbedaan hasil ini. Maka hasil penelitian ini tidak konsisten dengan teori (Gitman, 2009) yang menyatakan *corporate governance* merupakan salah satu variabel monitoring dan pengendali kegiatan perusahaan sehingga bisa menjadi alat prediktor peringkat obligasi perusahaan. Meskipun demikian, secara keseluruhan diperoleh hasil bahwa rasio-rasio keuangan perusahaan dan

corporate governance dapat menjelaskan perbedaan peringkat obligasi perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian 2007-2009. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan teori yang menyatakan rasio-rasio keuangan perusahaan dapat menjelaskan variasi peringkat obligasi perusahaan (Gitman, 2009).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara empiris kemampuan rasio keuangan (*leverage*, likuiditas, solvabilitas, dan profitabilitas) dan *corporate governance* dalam membedakan peringkat obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* dengan perusahaan yang obligasinya *non-investment grade*. Berdasarkan hasil penelitian rasio-rasio keuangan secara bersama mampu memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang tergolong *investment grade* dan *non investment grade* atau mampu memprediksi nilai observasinya (model *fit*).

Secara parsial, *total asset turnover* (TAT), *return on asset* (ROA) merupakan variabel yang signifikan untuk memprediksi peringkat obligasi perusahaan karena memiliki nilai probabilitas di bawah alpha 5% sedangkan variabel lainnya tidak signifikan.

Kontribusi secara simultan variabel independen terhadap variabel peringkat obligasi perusahaan sebesar 79,5%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model *logistic regression*.

Hasil prediksi ketepatan klasifikasi obligasi perusahaan berdasarkan risiko industri, risiko bisnis dan risiko finansial yang dikelompokkan sebagai *non investment grade* sebesar 75%. Sedangkan obligasi yang dikelompokkan sebagai *investment grade* memiliki tingkat keakuratan sebesar 96,7%, maka secara keseluruhan, tingkat ketepatan klasifikasi observasi sebesar 91,3%.

Saran

Untuk melakukan investasi pada efek (obligasi) perusahaan, rasio-rasio keuangan dapat di-

jadikan acuan untuk membuat keputusan investasi. Oleh karena itu disarankan untuk investor dalam mengambil keputusan investasi harus mempertimbangkan faktor-faktor fundamental yaitu kinerja perusahaan melalui rasio-rasio keuangan. Karena rasio-rasio keuangan konsisten sebagai variabel prediktor peringkat obligasi yang handal, khususnya untuk mengetahui obligasi yang *investment grade* dan *non investment grade* sehingga mengurangi risiko investasi.

Keterbatasan penelitian ini pertama, peringkat obligasi hanya dikelompokkan kedalam dua kelompok yakni *investment grade* dan *non investment grade* padahal peringkat obligasi bisa dikelompokkan secara berjenjang hingga menjadi tiga sampai delapan kelompok berdasarkan peringkat yang dikeluarkan perusahaan pemeringkat misalnya PT. PEFINDO. Kedua, obyek penelitian hanya dikhususkan pada perusahaan barang konsumsi (*consumer goods*) sehingga banyak perusahaan dengan peringkat obligasi yang memungkinkan banyak perusahaan dengan *investment grade* dan *non investment grade* tidak tercakup dalam penelitian ini. Karena itu pada penelitian yang akan datang dikembangkan pada bidang industri yang cakupannya lebih luas.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E.I. 1968. Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of finance*, 23(4): 589-609.
- Berk, J. & De Marzo, P. 2007. *Corporate Finance*. Addison-Wesley Boston.
- Bursa Efek Indonesia. *Indonesian Capital Market Directory 2007-2010*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- Adams, M., Burton, B., & Hardwick, P. 1998. The Determinants of credit rating in the United Kingdom Insurance Industry. *Working Paper*. School of Finance & Law, Bournemouth University.
- Chan, K., Jagadeesh, N., & Warga, A. 1999. Market Based Evaluation for Model to Predict Bond Ratings and Corporate Bond Trading Strategy. *Working Paper*.
- Cristiawan, J. & Tarigan, J. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Utang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan. *Journal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1): 1-8.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Kaplan, R.S. & Urwitz, G. 1979. Statistical Model of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. *Journal of Business*, 52(2): 231-262.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International, Inc.
- Gentry, J.A., Newbold, P., & Whitford, D.T. 1985. Predicting Bankruptcy For Firm in Financial Distress. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1): 161-171.
- Gitman. 2009. *Principles of Managerial Finance*. 12th Edition. Boston: Prentice-Hall Investor.
- Horrigan, J. 1966. The Determinan of Long-term Credit Standing with Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*, 4: 44-62.
- Manurung, A.H., Silitonga, D., & Tobing, W.R.L. 2008. Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi. <http://www.finansialbisnis.com/Data2/Riset/rating%20paper%20-%20Desmon.pdf>. Diakses tanggal 6 Juli 2012.
- Monks, R.A.G. 2001. Redesigning Corporate Governance Structures and Systems for the Twenty First Century. *Corporate Governance An International Review*, 9(3): 142-147.
- Ou, J. & Penman, S. 1989. Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Return. *Journal of Accounting and Economic*, 11(4): 295-330.
- PT. Pefindo. 2010. *Indonesian Rating Highlight*. Pefindo Credit Rating.
- Purwaningsih, A. 2008. Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi, Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ. *Jurnal Kinerja*, 12(1): 85-99.
- Raharja & Sari, M.P. 2008a. Perbandingan Alat Analisis (Diskriminan & Regresi Logistik) terhadap Peringkat Obligasi (PT. Pefindo). *Jurnal Maksi*, 8(1): 87-104.

- Raharja & Sari, M.P. 2008b. Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating). *Jurnal Maksi*, 8(2): 212-232.
- Sari, M.P. 2008. Kekonsistenan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi antar Agen Pemeringkat (Pefindo, Moody's dan Standard & Poor's). *Jurnal Aset*, 10(1): 103-122.
- Setyapurnama, Y.S. & Norpratiwi, A.M.V. 2008. Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi. *Jurnal Maksi*, 8(2): 212-232.
- 18
Susiana & Herawaty, A. 2007. Analisis Pengaruh Independensi, Mekanisme Corporate Governance dan Kualitas Audit terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Symposium Nasional Akuntansi X*, Juli: 1-31.
- 30
Wansley, J.W., Glascock, J.L., & Clauretie, T.M. 1992, Institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(5): 733-750.

Kemampuan_rasio_keuangan

ORIGINALITY REPORT

% **12**
SIMILARITY INDEX

% **8**
INTERNET SOURCES

% **3**
PUBLICATIONS

% **7**
STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1 datarental.blogspot.com % **1**
Internet Source

2 Submitted to The University of Nottingham, Malaysia % **1**
Student Paper

3 eprints.ums.ac.id % **1**
Internet Source

4 lib.unnes.ac.id % **1**
Internet Source

5 Submitted to Universitas Diponegoro % **1**
Student Paper

6 www.docstoc.com % **1**
Internet Source

7 Submitted to Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia % **1**
Student Paper

8 Submitted to Universitas Negeri Jakarta % **1**
Student Paper

9	Submitted to President University Student Paper	<% 1
10	V.Wiratna Sujarweni, Lila Retnani Utami. "The Deciding Factor Is The Timeliness Of Corporate Internet Reporting On Manufacturing Companies Registered In Bei", 085228282256, 2017 Publication	<% 1
11	oaithesis.eur.nl Internet Source	<% 1
12	repository.unisba.ac.id:8080 Internet Source	<% 1
13	Kim, Hyojin, Daesik Hur, and Tobias Schoenherr. "When buyer-driven knowledge transfer activities really work: a motivation-opportunity-ability (moa) perspective", Journal of Supply Chain Management, 2015. Publication	<% 1
14	repository.usu.ac.id Internet Source	<% 1
15	Submitted to Universitas International Batam Student Paper	<% 1
16	dspace2.lib.nccu.edu.tw Internet Source	<% 1
17	dewey.petra.ac.id	

Internet Source

<% 1

18

ejournal.uin-malang.ac.id

Internet Source

<% 1

19

Submitted to Unika Soegijapranata

Student Paper

<% 1

20

ejournal-s1.undip.ac.id

Internet Source

<% 1

21

thesis.binus.ac.id

Internet Source

<% 1

22

Submitted to STIE Perbanas Surabaya

Student Paper

<% 1

23

digilib.uin-suka.ac.id

Internet Source

<% 1

24

www.arcjournals.org

Internet Source

<% 1

25

ondyx.blogspot.com

Internet Source

<% 1

26

digilib.uns.ac.id

Internet Source

<% 1

27

jurnal.umrah.ac.id

Internet Source

<% 1

28

journal.uii.ac.id

Internet Source

<% 1

29

elibrary.ub.ac.id

Internet Source

<% 1

30

docnum.univ-lorraine.fr

Internet Source

<% 1

31

proposalskripsi1.blogspot.com

Internet Source

<% 1

EXCLUDE QUOTES ON

EXCLUDE
BIBLIOGRAPHY ON

EXCLUDE MATCHES < 10
WORDS