

ANALISIS MODEL PREDIKSI PEMERINGKATAN OBLIGASI SYARIAH PERUSAHAAN DENGAN PENDEKATAN RASIO KEUANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA

Karima Tamara
STAIN Pekalongan
iematamara@yahoo.co.id

Abstract: This study aimed to determine whether financial ratio was a predictor to predict future bond ratings, and which one was significant. This study concentrates on techniques to predict bond ratings. Bond rating is important because these rankings provide an informative statement and provide a signal about the probability of default of a company's debt. The Islamic bond companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) and assessed by rating agencies PEFINDO in 2009-2011 were used to answer the research question. Leverage (LTLTA), liquidity (CaCl), solvency (CFOTL), profitability (OIS), and productivity (STA) were used as variable of financial ratio. This study examined the financial ratios that can establish sharia bond rating prediction model using discriminant analysis (MDA). The results were : (1) there were different level of Islamic bond in financial ratios of liquidity (CaCl), solvency (CFOTL), profitability (OIS), and productivity (STA); (2) financial ratios, that could form the prediction model of Islamic bonds ranking, were CaCl , OIS , STA, (3) the accuracy level of the formed model were 94.3%.

Kata Kunci: Peringkat Obligasi Syariah, *Leverage*, Likuiditas, Solvabilitas, Profitabilitas, Produktivitas.

PENDAHULUAN

Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen (Foster, 1986: 501). Lebih lanjut, Raharja dan Sari (2008) mengungkapkan bahwa peringkat obligasi ini penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. 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 akan diperoleh sesuai dengan risiko yang dimiliki obligasi tersebut. Peringkat obligasi yang diberikan oleh agen pemingkat dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu investment grade (AAA, AA, A, dan BBB) dan non-investment grade (BB,B,CCC, dan D).

Penelitian terhadap rasio keuangan di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi syariah di Indonesia masih jarang dilakukan. Hal ini disebabkan karena keterbatasan data obligasi syariah serta pengetahuan para investor terhadap obligasi. Selain itu, Wansley et al. (1992, dalam Setyapurnama dan Norpratiwi) 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. Permasalahan yang diteliti dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan berupa rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) antara perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya masuk kategori invesment grade?
2. Apakah variabel-variabel rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) dapat membentuk model dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi?

Landasan Teori

Teori Sinyal

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. Asimetri informasi dapat terjadi di antara dua kondisi ekstrem yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan harga saham (Sartono, 1996). Perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor, kreditor). Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri dengan

memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar.

Obligasi Syariah (Sukuk)

Berdasarkan pada keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) No. 130/BL/2006, sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: 1) Kepemilikan aset berwujud tertentu, 2) Nilai manfaat dan jasa aset proyek tertentu atau aktiva investasi tertentu, 3) Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktiva investasi tertentu. Fafwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 menyatakan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali obligasi pada saat jatuh tempo.

Di Indonesia, penerbitan obligasi syariah diawali oleh PT Indosat Tbk yang menerbitkan sukuk korporasi pada 30 Oktober 2002 dengan akad mudharabah senilai 175 milyar rupiah. Namun pada saat itu belum ada regulasi yang memadai. Kerangka peraturan masih menggunakan Peraturan Penerbitan Efek Konvensional, dengan tambahan dokumen pernyataan kesesuaian syariah dari DSN MUI (Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia). Pada akhirnya diterbitkanlah Fatwa DSN MUI No.32 dan No.33 pada tahun 2002 sebagai basis penerbitan obligasi syariah. Sejak saat itu, penerbitan sukuk korporasi di Indonesia kian berkembang pesat.

Menurut Achsein (2003), selain mengalami perkembangan yang terus meningkat, sukuk di Indonesia juga tidak luput dari tantangan dan kekurangan yang tak sedikit, di antaranya yaitu sosialisasi yang masih kurang, *opportunity cost* yang secara sederhana diterjemahkan sebagai “*second best choice*”, perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder yang kurang likuid karena merupakan investasi jangka panjang. Hal ini dibuktikan oleh porsi sukuk yang diterbitkan di Indonesia sampai September 2011 hanya sebesar 9,52% jika dibandingkan dengan obligasi konvensional yang total nilai emisi penerbitannya sudah mencapai 90,48%.

Obligasi syariah memiliki beberapa karakteristik. *Pertama*, Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.

Kedua, dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin. *Ketiga*, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal (terbebas dari *riba*, *gharar*, dan *maysir*). Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan obligasi syariah masih sama seperti penerbitan obligasi biasa pada umumnya (Sutedi, 2009).

Sukuk atau obligasi syariah adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasarkan suatu transaksi atau akad syariah yang melandasi (*underlying transaction*) yang dapat berupa ijarah (sewa) mudharabah (bagi hasil). Sukuk yang sekarang sudah banyak diterbitkan adalah berdasarkan akad sewa (*sukuk al-ijarah*) di mana hasil investasi berasal dan dikaitkan dengan arus pembayaran sewa aset tersebut.

Sukuk ijarah adalah suatu sertifikat yang memuat nama pemiliknya (investor) dan melambangkan kepemilikan terhadap aset yang bertujuan untuk disewakan, atau kepemilikan manfaat dan kepemilikan jasa sesuai jumlah efek yang dibeli dengan harapan mendapatkan keuntungan dari hasil sewa yang berhasil direalisasikan berdasar transaksi ijarah.

Dalam obligasi syariah *ijarah*, keuntungannya sudah dapat diketahui secara pasti sejak awal, karena sifatnya sebagai sewa atas guna barang (*fee/sewa*). Maka hasil investasi bersifat mendekati pasti karena merupakan imbalan sewa atau upah atas pemakaian manfaat dari objek pembiayaan. Pengembalian modal awal disamping nilai pembayaran atas penjualan objek pembiayaan pada akhir masa pembiayaan, sehingga dari imbalan sewa juga dapat diperhitungkan sebagai cicilan atas pengembalian modal awal. Cicilan ini dapat ditampung dalam suatu

sinking fund pada Bank Kustodian atau Wali Amanat. (Huda & Nasution, 2007: 75).

Imbalan hasil yang akan diberikan kepada para pemegang obligasi syariah *ijarah* tersebut didapatkan dari hasil sewa dengan tingkat *fee ijarah* tetap. *Fee ijarah* ini diperoleh dari penyewaan tempat dan telah ditentukan sebelumnya. Bukan tergantung dari bagi hasil sebagaimana obligasi *mudharabah*. Obligasi *ijarah* menggunakan akad sewa, sehingga besar *return* yang diberikan sama sepanjang waktu obligasi berlaku.

Pemeringkatan obligasi dilakukan oleh lembaga yang secara khusus bertugas memberikan peringkat atas semua obligasi yang diterbitkan perusahaan. Semua obligasi yang diterbitkan wajib diberi peringkat sedemikian agar investor dapat mengukur atau memperkirakan seberapa besar risiko yang akan dihadapi dengan membeli obligasi tertentu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006).

Untuk pasar modal Indonesia sendiri banyak perusahaan yang bergerak dalam pemberian peringkat suatu obligasi, diantaranya adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia (**Pefindo**) dan Moody's Investors Service dan lainnya. Peringkat obligasi hanya menjadi acuan bagi investor dalam menilai suatu obligasi tetapi tidak menjamin ketika suatu obligasi dengan peringkat AAA akan berjalan lancar. Kategori dan definisi peringkat obligasi adalah sebagai berikut:

1. **AAA** adalah efek hutang yang berisiko investasi paling rendah dan berkemampuan paling baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
2. **AA** adalah efek hutang yang berisiko investasi sangat rendah dan berkemampuan sangat baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
3. **A** adalah efek hutang yang berisiko investasi rendah dan berkemampuan baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, dan hanya sedikit dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
4. **BBB** adalah efek hutang yang berisiko investasi cukup rendah dan berkemampuan cukup baik dalam membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang

diperjanjikan, meskipun kemampuannya tersebut cukup peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.

5. **BB** adalah efek hutang yang masih berkemampuan untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun berisiko investasi cukup tinggi, dan sangat peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
6. **B** adalah efek hutang yang berisiko investasi sangat tinggi dan berkemampuan sangat terbatas untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan.
7. **CCC** adalah efek hutang yang tidak berkemampuan lagi untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya.
8. **D** adalah efek hutang yang macet atau perusahaan yang sudah berhenti berusaha.

Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian yang meneliti rasio keuangan sebagai prediktor peringkat obligasi telah berhasil ditemukan. Namun penelitian serupa dengan mengambil pasar modal Indonesia sebagai observasi masih sangat langka. Dan hasil yang ditunjukkan oleh penelitian-penelitian tersebut beragam.

1. Horrigan (1966) merupakan peneliti pertama yang menguji kemampuan prediksi data akuntansi dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Horrigan menggunakan regresi dengan memberi kode variabel dependen, yaitu peringkat obligasi dengan 9 skala poin. Angka 9 untuk peringkat tertinggi (Moody's Aaa dan S&P's AAA) dan angka 1 untuk peringkat terendah (C). Dengan menggunakan sampel 70 peringkat Moody's dan 60 peringkat S&P's tahun 1961-1964, peneliti berhasil membuktikan bahwa data akuntansi dan rasio keuangan berguna untuk penentuan peringkat obligasi perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 58% prediksi mendekati peringkat Moody's dan 52% mendekati peringkat S&P's. Model terbaik yang ditemukan untuk memprediksi peringkat obligasi adalah TA, long term solvency ratio, long term capital-turnover ratio, profit margin ratio (net operating profit/sales dan sales/net worth ratio), dan dummy legal status variabel yang berupa variabel subordinat yang dapat memprediksi peringkat obligasi.

2. Aryanindita (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan data sampel sebanyak 270 emisi dari 26 emiten. Rasio keuangan yang digunakan adalah sebanyak 41 rasio keuangan, kemudian dengan menggunakan analisis faktor untuk memperoleh kejelasan mengenai proses yang tepat dan rasio yang memberikan kontribusi, didapat 21 rasio keuangan. Hasil yang menunjukkan signifikan menggunakan MDA adalah sebanyak 112 sampel dari PEFINDO diperoleh CACL, COIN, CATA, SLTA, NWT, NWTL; dan 95 sampel dari Kasnic diperoleh CACL, COIN, SLAR, CLIN, SLCL, NITL. Tingkat ketepatan klasifikasi adalah sebesar 80% untuk agen PEFINDO dan 95% untuk agen Kasnic.
3. Purwaningsih (2008) melakukan penelitian dengan menggunakan model regresi dengan variabel independen berupa rasio keuangan yang signifikan pada penelitian Nurhasanah (2003) dan Sari (2004). Dengan menggunakan data sampel berupa peringkat obligasi yang diterbitkan pada bulan April 2000-2006 sebanyak 95 observasi diperoleh hasil rasio keuangan yang dapat memprediksi peringkat obligasi adalah LTLTA, NWT, CFOTL, SFA, dan predictor yang terbaik adalah CACL.

Kerangka Berpikir

Obligasi diterbitkan oleh perusahaan maupun pemerintah (emiten) sebagai surat tanda kontrak hutang jangka panjang kepada pembeli atau pemilik obligasi (investor). Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi. Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Informasi peringkat obligasi ini dapat diberikan oleh agen pemeringkat yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya.

Teori sinyal menjelaskan mengenai dorongan perusahaan untuk memberikan informasi berupa laporan keuangan kepada pihak eksternal disebabkan adanya asimetris informasi. Laporan keuangan dianggap lebih menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas (Kaplan & Urwitz, 1979 dalam

Raharja dan Sari, 2008). Sejumlah penelitian terdahulu telah berusaha mengkaji ulang hasil peringkat obligasi yang dilakukan oleh agen pemingkat obligasi dengan angka-angka perhitungan alternatif.

Penelitian ini mengangkat isu tentang apakah rasio keuangan merupakan prediktor dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan datang dan rasio manakah yang signifikan. Penelitian ini berkonsentrasi pada teknik untuk memprediksi peringkat obligasi. Peringkat obligasi penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas default hutang suatu perusahaan (Raharja dan Sari, 2008). Prediksi risiko kredit suatu perusahaan adalah variabel dependen penting untuk dipelajari dan peringkat obligasi dapat menangkap aspek signifikan dari risiko kredit tersebut. Hal ini akan memberikan pemahaman tentang proses pemingkatan obligasi yang kemudian meningkatkan pengetahuan terhadap salah satu kegunaan laporan keuangan.

Pemilihan variabel-variabel dalam penelitian ini mengacu pada variabel-variabel yang signifikan pada penelitian Raharja dan Sari (2008). Pada penelitian ini digunakan lima rasio keuangan yaitu: Leverage, Liquidity, Solvability, Profitability, dan Productivity. Di mana masing-masing rasio keuangan hanya menggunakan satu proksi yaitu rasio leverage dengan proksi Long Term Liabilities/Total Asset; rasio Likuiditas dengan Current Asset/Current Liabilities; rasio solvabilitas (Cash Flow from Operating Total Liabilities); rasio profitabilitas (Operating Income/Sales); dan yang terakhir yaitu rasio produktivitas (Sales/Total Asset). Proksi-proksi yang dipilih tersebut merupakan proksi-proksi yang telah dibuktikan dalam penelitian terdahulu, di mana proksi-proksi tersebut mampu membentuk model prediksi peringkat obligasi.

Penelitian ini ingin menguji apakah kelima rasio dan proksi tersebut dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi agen pemingkat PT PEFINDO dengan tahun pengamatan yang berbeda (2009-2011).

Di antara perusahaan yang obligasinya termasuk kategori 1-4 terdapat perbedaan rasio keuangan. Rasio keuangan tersebut adalah:

1. Rasio Leverage

Apabila leverage menunjukkan nilai yang tinggi maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori non-investment grade, dengan leverage yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar.

2. Rasio Likuiditas

Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan maka obligasi dimungkinkan masuk pada peringkat investment grade, karena dengan aset lancar yang lebih tinggi dari hutang lancar perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek kepada investor tepat pada waktunya.

3. Rasio Solvabilitas

Apabila solvabilitas tinggi maka kemungkinan obligasi tersebut masuk pada investment grade, karena dengan keadaan tersebut perusahaan mempunyai kemampuan untuk melunasi segala kewajibannya tepat pada waktunya.

4. Rasio Profitabilitas

Apabila profitabilitas tinggi maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada investment grade, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien.

5. Rasio Produktivitas

Apabila produktivitas tinggi kemungkinan besar perusahaan obligasinya masuk investment grade, karena dengan penjualan yang tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang tinggi sehingga perusahaan lebih mampu untuk memenuhi segala kewajibannya kepada para investor secara lebih baik. Berdasarkan paparan di atas maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: Variabel-variabel rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) mampu membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi syariah perusahaan di Indonesia.

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang obligasi syariahnya terdaftar pada agen pemeringkat PT PEFINDO dan perusahaan tersebut terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2011. Data yang digunakan berupa rasio keuangan dari neraca, laporan laba rugi dan laporan arus kas. Sedangkan sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode penyampelan bersasaran (*purposive sampling*) sehingga diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan.

Variabel Dependen (Y): Peringkat Obligasi Syariah

Peringkat Obligasi dalam penelitian ini merupakan variabel dependen. Pengukuran variabel ini dilakukan dengan memberi nilai pada masing-masing peringkat dengan mengacu pada penelitian terdahulu serta disesuaikan dengan kategori peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

Tabel 3.1. Kategori Peringkat Obligasi

Skor	Simbol	Kategori
4	AAA	Invesment Grade
3	AA	Invesment Grade
2	A	Invesment Grade
1	BBB	Invesment Grade

Variabel Independen (X1): Leverage

Rasio Leverage ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara asset yang didanai dari kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Tingginya nilai rasio leverage dapat diartikan bahwa sebagian besar asset didanai dengan utang dan kondisi tersebut menyebabkan perusahaan perusahaan dihadapkan pada default risk atau peringkat obligasi yang rendah. Semakin tinggi rasio leverage, semakin besar risiko kebangkrutan. Semakin rendah leverage perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan pada perusahaan. (Burton et al., 1998 dalam Purwaningsih). Aspek leverage dari rasio keuangan ini diukur dengan formulasi Long Term Liabilities/ Total asset.

Variabel Independen (X2): Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Makin tinggi tingkat rasio likuiditas suatu perusahaan, maka makin tinggi posisi likuiditas perusahaan tersebut. Tingkat likuiditas dapat menjadi salah satu faktor penting dalam peringkat obligasi. Penelitian Carson & Scott (1997) dan Bouzoita & Young (1998) menemukan hubungan antara likuiditas dengan credit rating (dalam Purwaningsih, 2008). Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik kemungkinan peringkat perusahaan tersebut. Aspek profitabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi Current asset/Current Liabilities.

Variabel Independen (X3): Solvabilitas

Solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya apabila perusahaan tersebut pada saat itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang yang telah jatuh tempo. Rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrigan, 1966). Aspek solvabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi $\text{Cash Flow from Operating/Total Liabilities}$.

Variabel Independen (X4): Profitabilitas

Rasio ini menunjukkan tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Menurut Brotman (1989) dan Bouzoita & Young (1998), Adam and Haerwisk (1998) dalam Sari (2008), semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar atau default, dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Aspek profitabilitas dari rasio keuangan ini dapat diukur dengan formulasi $\text{Operating Income/Sales}$.

Variabel Independen (X5): Produktivitas

Rasio produktivitas menunjukkan seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Menurut Horrigan (1966), rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Aspek produktivitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi Sales/Total Asset .

Tabel 3.2.
Variabel Independen Penelitian

Variabel	Indikator	Skala	Sumber Data
Variabel Dependen Peringkat Obligasi	AAA, AA, A, BBB	Ordinal	Peringkat obligasi PT Pefindo
Variabel Independen Rasio Keuangan			
Leverage	<i>Longterm Liabilities/Total Asset</i>	Rasio Keuangan	Laporan Keuangan
Likuiditas	<i>Current Asset/Current Liabilities</i>	Rasio Keuangan	Laporan Keuangan
Solvabilitas	<i>Cashflow from Operating/Total Liabilities</i>	Rasio Keuangan	Laporan Keuangan
Profitabilitas	<i>Operating Income/Sales</i>	Rasio Keuangan	Laporan Keuangan
Produktivitas	<i>Sales/Total Asset</i>	Rasio Keuangan	Laporan Keuangan

Sumber: dikembangkan untuk penelitian ini

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah studi kepustakaan, yaitu data yang diperoleh dari beberapa literatur yang berkaitan dengan masalah yang sedang diteliti. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market*, database laporan keuangan dan ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*). Selain itu penelusuran juga dilakukan dengan menggunakan komputer untuk data dalam format elektronik. Data yang disajikan dalam format elektronik ini antara lain berupa: katalog perpustakaan, laporan-laporan Bursa Efek Indonesia dan situs internet (www.pefindo.com).

Metode Analisis Data

Kegiatan dalam analisis data meliputi: pengelompokan data tiap variabel yang diteliti, melakukan perhitungan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Adapun analisis yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Statistik Deskriptif: Statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui nilai mean, minimum, maximum, dan standar deviasi dari masing-masing variable independent.
2. Pengujian Hipotesis: Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dengan menggunakan regresi ordinal, karena variabel dependen berupa skala ordinal. Model regresi ordinal yang digunakan adalah sebagai berikut (Ghozali, 2009):

$$\text{Logit } (p_1+p_2+\dots+p_5)=\text{Log}\frac{p_1+p_2+\dots+p_5}{1-p_1-p_2-\dots-p_5} = \alpha_1 + \beta'X$$

$$\alpha_j + \beta_1 \text{LTLTA} + \beta_2 \text{CACL} + \beta_3 \text{CFOTL} + \beta_4 \text{OIS} + \beta_5 \text{STA}$$

Di mana:

- P : probabilitas peringkat obligasi syariah AAA=4, AA=3, A=2, BBB=1
- α : estimated
- $\beta_0 - \beta_5$: *intercept*
- LTLTA : Long Term Liabilities/Total Asset
- CACL : Current Asset/Current Liabilities
- CFOTL : Cash Flow from Operating/Total Liabilities
- OIS : Operating Income/Sales
- STA : Sales/Total Asset

Pengujian Hipotesis Penelitian

Hipotesis kedua merupakan pengujian terhadap variabel-variabel rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) yang mempunyai kemampuan dalam membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi. Hipotesis yang kedua akan diuji dengan menggunakan MDA (Multiple Diskriminant Analysis). Dengan menggunakan MDA, variabel independen akan diuji dan diseleksi dengan metode stepwise sehingga diperoleh model prediksi yang paling tepat untuk memprediksi peringkat obligasi. Variabel independen yang masuk ke dalam seleksi SPSS akan menjadi persamaan fungsi diskriminan sebagai model prediksi yang terbentuk.

Dengan menggunakan fungsi diskriminan dapat dihitung nilai optimum *cutting score* (Z_{cu}) dari rata-rata z score setiap kategori

sehingga obligasi suatu perusahaan dapat diprediksi secara tepat. Hasil dari fungsi diskriminan (Z_{score}) akan dibandingkan dengan nilai Z_{cu} yang telah terbentuk. Apabila nilai $Z_{score} < Z_{cu}$, maka perusahaan akan dikategorikan ke dalam perusahaan non-investment grade, dan apabila nilai $Z_{score} > Z_{cu}$, maka perusahaan akan dikategorikan ke dalam perusahaan investment grade. Dari model prediksi yang terbentuk oleh program SPSS 16.0 akan dapat diketahui tingkat ketepatan model prediksi tersebut.

HASIL PENELITIAN

Deskripsi Obyek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai tahun 2009-2011. Jumlah obligasi syariah yang terdaftar di PT PEFINDO selama periode 2009-2011 berjumlah sekitar 37. Berdasar dari kriteria yang ditetapkan, diperoleh sebanyak 34 pengamatan peringkat obligasi syariah sebagai sampel. Adapun proses seleksi sampel berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan tampak dalam Tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1.
Proses Seleksi Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah Obligasi Syariah
Obligasi syariah yang terdaftar di PEFINDO tahun 2009-2011	37
Tidak memiliki laporan keuangan lengkap tahun 2009-2011	3
Obligasi Syariah yang digunakan sebagai sampel	34

Sumber: data diolah (2012)

Deskripsi Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini sampel dipilih dengan metode purposive sampling dengan menggunakan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Sampel dipilih bagi perusahaan yang menyajikan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, seperti peringkat obligasi, total aset, penjualan bersih, aset lancar, utang lancar, long term liability, TL (total liabilities), operating income, dan cash flow from operating yang diberikan pada periode pengamatan. Ringkasan sampel penelitian disajikan dalam Tabel 4.2.

Tabel 4.2.
Sampel Penelitian Pengamatan Th. 2009-1011

No	Perusahaan	Jenis Obligasi Syariah	Peringkat	Kategori
1	PT Berlina Tbk	1	A	4
2	PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk	1	A+	5
3	PT Indosat Tbk	5	AA+	7
4	PT Ricky Putra Globalindo Tbk	1	BBB+	2
5	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)	8	AA+	7
6	PT Berlian Laju Tanker Tbk	3	A+	5
7	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	1	BBB+	2
8	PT Metrodata Electronics Tbk	1	BBB+	2
9	PT Summarecon Agung Tbk	1	A-	3
10	PT Mayora Indah Tbk	1	A	4
11	PT Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk	1	BBB+	2
12	PT Matahari Putra Prima Tbk	2	A+	5
13	PT Bakrieland Development Tbk	2	BBB+	2
14	PT Salim Ivomas Pratama	1	AA	6
15	PT Pupuk Kalimantan Timur	1	AA	6
16	PT Mitra Adiperkasa Tbk	2	A+	5
17	PT Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat (Bank Negeri)	1	BBB	1
18	PT Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan	1	BBB	1
	Jumlah	34		

Sumber: PEFINDO (2012)

Analisis Data

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan Multiple Discriminant Analysis. Tujuannya adalah untuk memperoleh model prediksi peringkat obligasi syariah yang terbentuk dari rasio keuangan.

Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran dari masing-masing variabel penelitian. Analisis deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan nilai standar deviasi.

Tabel 4.3 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian berikut ini.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Variabel Independen

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Leverage	34	.061	.453	.18269	.158985
Likuiditas	34	.878	2.363	1.27869	.226039
Solavabilitas	34	.018	.174	.05129	.036187
Profitabilitas	34	.055	.184	.16125	.023814
Produktivitas	34	.086	1.515	.18692	.306742
Valid N (listwise)	34				

Sumber: Output SPSS (2012)

Berdasarkan Tabel 4.3, hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio leverage dengan proksi LEV pada obligasi syariah menunjukkan nilai minimum sebesar 0,61; nilai maksimum sebesar 0,453 dengan rata-rata sebesar 0,18269. Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio keuangan likuiditas dengan proksi LIK menunjukkan nilai minimum sebesar 0,878; nilai maksimum sebesar 2,363 dengan rata-rata sebesar 1,27869.

Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio solvabilitas dengan proksi SOL menunjukkan nilai minimum sebesar 0,18; nilai maksimum sebesar 0,174 dengan rata-rata sebesar 0,05129. Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio profitabilitas dengan proksi PROF menunjukkan nilai minimum sebesar 0,55; nilai maksimum sebesar 0,184 dengan rata-rata sebesar 0,16125.

Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio keuangan produktivitas, untuk PROD menunjukkan nilai minimum

sebesar 0,086; nilai maksimum sebesar 1,515 dengan rata-rata sebesar 0,18692.

INTERPRETASI HASIL

Perbedaan Perusahaan

Dari hasil uji Independet Sample t Test menunjukkan, dari kelima rasio keuangan tersebut terdapat empat rasio keuangan yang berbeda secara signifikan antara perusahaan yang obligasi syariahnya masuk kategori 1 sampai 4, yaitu rasio likuiditas (CACL), rasio solvabilitas (CFO TL), rasio profitabilitas (OIS), rasio produktivitas (STA).

Rasio Leverage merupakan rasio keuangan yang mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Pada penelitian ini leverage dengan proksi Long Term Liabilities/Total Asset menunjukkan nilai asymp. Sig (2-tailed) > 0,05; yang berarti tidak terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasi syariahnya masuk investment kategori 1, 2, 3 dan 4 dalam memanfaatkan utang untuk membiayai investasinya. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian dengan penelitian Raharja dan Sari (2008).

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. Jadi semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Carson dan Scott (1997) serta Bouzoita dan Young (1998, dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan credit rating. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio Likuiditas (Current Asset/Current Liabilities) dengan nilai 0,000 yang artinya terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk kategori 1 sampai 4 dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Hasil yang signifikan tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhasanah (2003), Aryanindita (2005), Raharja dan Sari (2008) dan Purwaningsih (2008).

Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya yang pada saat tersebut perusahaan itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas

adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam penelitiannya Horrigan (1966, dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi tingkat solvabilitas perusahaan semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio solvabilitas ($\text{Cash Flow from Operating} / \text{Total Liabilities}$) dengan nilai 0,001 menunjukkan terdapat perbedaan antara perubahan yang obligasinya masuk investment grade dan non-investment grade dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek maupun jangka panjang. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Aryanindita (2005), Raharja dan Sari (2008), dan Purwaningsih (2008).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Menurut Brotman (1989) dan Boustita & Young, Adam and Hardwick (1998) dalam Raharja dan Sari (2008) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (Default) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Pada penelitian ini rasio profitabilitas ($\text{Operating Income} / \text{Sales}$) dengan nilai 0,000 menunjukkan terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk investment grade dan noninvestment grade dalam memperoleh laba usaha. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Aryanindita (2005) dan Raharja & Sari (2008).

Rasio produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Penelitian ini menunjukkan produktivitas ($\text{Sales} / \text{Total Asset}$) dengan nilai 0,000 yang berarti terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk investment grade dan non-investment grade dalam tingkat produktivitasnya dalam kaitannya dengan laba. Menurut Horrigan (1966, dalam Raharja dan Sari, 2008) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap credit rating. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

Dari bahasan di atas maka dapat disimpulkan bahwa rasio keuangan yaitu Likuiditas (CA / CL); Solvabilitas (CFO / TL);

Profitabilitas (OI/S); dan Produktivitas (S/TA) mampu membedakan antara perusahaan yang obligasi syariahnya masuk kategori 1, 2, 3, dan 4.

Model Prediksi Peringkat Obligasi Syariah

Nilai Overall Percentage yang diperoleh menunjukkan tingkat validitas 94,3%. Dengan demikian fungsi diskriminan yang terbentuk memiliki ketepatan prediksi yang tinggi terhadap peringkat obligasi suatu perusahaan. Berdasarkan uji MDA maka hipotesis kedua (H₂) diterima karena rasio keuangan terbukti mempunyai ketepatan untuk memprediksi peringkat obligasi syariah suatu perusahaan, di mana agen pemeringkat juga mempertimbangkan data laporan keuangan untuk menilai suatu obligasi. Hal tersebut sejalan dengan hal yang diperoleh dalam penelitian ini di mana rasio keuangan memiliki ketepatan prediksi yang tinggi (dengan nilai 94,3%) terhadap peringkat obligasi syariah suatu perusahaan. Tingkat ketepatan rasio keuangan yang signifikan yaitu sebesar 94,3% dalam memprediksi peringkat suatu obligasi sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aryanindita (2003), Raharja dan Sari (2008), di mana Aryanindita dengan menggunakan analisis MDA memperoleh tingkat ketepatan sebesar 95%, sedangkan Raharja dan Sari (2008) dengan alat uji yang sama mendapati hasil sebesar 96,2%.

Kinerja perusahaan yang digambarkan melalui rasio keuangan merupakan representasi dari perusahaan. Perusahaan yang mengandalkan sumber pendanaannya melalui obligasi hendaknya meningkatkan kinerjanya, karena rasio keuangan terbukti mampu memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan. Dengan rasio keuangan yang baik akan diperoleh peringkat yang baik.

PENUTUP

Kesimpulan

Hasil pengujian dan pembahasan pada bagian sebelumnya dapat diringkas sebagai berikut:

1. Hasil pengujian beda independen (uji t-test) menunjukkan bahwa secara statistik terbukti terdapat perbedaan antara rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas) perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya termasuk ke dalam *strong* dan *adequate* grade selama tiga tahun pengamatan (2009-20011). Rasio yang secara signifikan dapat membedakan adalah LIKCACL, SOLCFOTL, PROFOIS, PRODSTA. Dengan

melihat hasil tersebut maka hipotesis pertama (H1) diterima.

2. Hasil pengujian analisis diskriminan (Multiple Discriminant Analysis) menunjukkan bahwa secara statistik rasio keuangan dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi selama dua tahun pengamatan (2009-2011). Dari hasil uji diskriminan tersebut terdapat tiga variabel rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi. Ketiga variabel rasio keuangan tersebut berasal dari rasio keuangan likuiditas dengan proksi Current Asset/Current Liabilities; rasio keuangan profitabilitas dengan proksi Operating Income/Sales; dan rasio keuangan produktivitas dengan proksi Sales/Total Asset.

Saran

1. Penelitian selanjutnya hendaknya mempertimbangkan beberapa variabel lain, baik yang berupa data keuangan maupun non-keuangan yang mungkin menjadi model prediksi peringkat obligasi syariah untuk meningkatkan pengetahuan mengenai peringkat obligasi syariah di Indonesia.
2. Periode penelitian selanjutnya sebaiknya lebih dari tiga tahun karena periode yang lebih panjang diharapkan dapat memungkinkan tingkat kebenaran yang mendekati 100% sehingga mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Achsein, Iggi. 2003.*Investasi Syariah Di Pasar Modal*. Gramedia Pustaka Utama: Jakarta.
- Almilia, Luciana Spica,dan Vieka Devi. 2007. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta".Universitas Kristen Maranatha Bandung, Seminar Nasional Manajemen SMART
- Altman, E. I. 1989."Measuring Corporate Bond Mortality and Performance." *Journal of Finance* 44:
- Andry, Wydia. 2005."Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi." Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan
- Aryanindita, Gabriel P. 2005."Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi." *Thesis S-2*. Pascasarjana. UGM

- Bouzouita, R. & Young, A. J. 1998."A Probit Analysis of Best Ratings." *The Journal of Insurance Issues*.
- Bursa Efek Indonesia. n.d. Indonesian Capital Market Directory 2010-2011. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- Carson, J. M. & Scott, W. L. 1997."Life Insurers and the "Run on the Insurer" Exposure." *Journal of the American Society of CLU & ChFC*.
- Christina, H., and Rao, R. P. 1992-1993."Bond Rating and Their Determinant in A Changing Environment." *Journal of Applied Business Research*. www.google.com.
- Coughlin, P. & Al-Yousuf. A. General Criteria – How Rating Methodologies Apply to Islamic Debt Financing. Sept 2003. Standard and Poor's. Ratings Direct.
- Coughlin, P. Standard and Poor's Approaches To Islamic Finance. April 2007. www.standardandpoors.com
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin. 2006. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2006, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Cetakan ke IV. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Horrigan, J.O. 1966."The Determination of Long-term Credit Standing with Financial Ratios." *Journal of Accounting Research*.
- Kaplan, Robert S. and Gabriel Urwitz. Apr., 1979. "Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry." *The Journal of Business*. Vol. 52, No. 2.
- Manurung, Adler., Silitonga, Desmon., dan Tobing, Wilson. 2008. "Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi." www.google.com
- Nurhasanah. 2003."Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan manufaktur: Analisis Diskriminan dan Regresi Logistik." *Tesis*. Yogyakarta: UGM.
- Prihatiningsih, Wahyu. 2009. "Analisis Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi di Indonesia (2005-2007)." *Skripsi S-1*. Universitas Negeri Semarang.
- Purwaningsih, Anna. 2008."Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ." *Kinerja*, Vol. 12, No.1.
- Raharja dan Sari. 2008a. "Perbandingan Alat Analisis (Diskriminan &

- Regresi Logistik) terhadap Peringkat Obligasi (PT PEFINDO)". *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No.1.
- Raharja dan Sari. 2008b. "Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating)." *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No. 2.
- Sari. 2008."Kekonsistenan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi antar Agen Pemeringkat (PEFINDO, MOODY'S dan STANDAR & POOR'S)." *ASET*, Vol.10 No.1.
- Setyapurnama dan Norpratiwi. 2004. "Pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat Obligasi dan *Yield* Obligasi." www.google.com
- Subramanyam. 2010. *Analisa Laporan keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sutedi, Adrian. 2009. *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing.
- Wolk, H.I., M.G. Tearney, dan J.L. Dodd. 2001. "*Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*." Fifth Edition. Ohio: South-Western College Publishing.
- Wolk, Harry I., Michael G. Tearney, dan James L Dodd. 2000. *Accounting*