

HUBUNGAN ANTARA *GROWTH OPPORTUNITY* DENGAN *DEBT MATURITY* DAN KEBIJAKAN *LEVERAGE* SERTA FUNGSI *COVENANT* DALAM MENGONTROL KONFLIK KEAGENAN ANTARA *SHAREHOLDERS* DENGAN *DEBTHOLDERS*

*Rhini Fatmasari*¹

Abstract

Agency conflict is a phenomenon that occurs when a firm is doing its financing policies, especially of those related to the leverage strategies. Some of the former researches revealed some empirical evidence of the existence of a negative effect between growth opportunity, leverage, and debt maturity as one of the efforts in controlling the agency conflict between stockholders and bondholders.

By using panel data regression model and data observation for over six years, this studies found that firms with high growth opportunity tend to use low leverage policies with short maturity to control the agency conflict between stockholders and bondholders. On the other hand, firms with low growth opportunity tend to use higher leverage policies with a longer period of debt maturity. Moreover, covenant as a moderating variable, could lower the negative relation between growth opportunity and leverage, but it could not diminish the negative relation between growth opportunity and debt maturity. Debt maturity and covenant also could not be use as substitution variable to lessen the agency conflict.

Keywords: growth opportunity, leverage, debt maturity, covenant, stockholders and bondholders conflicts.

JEL Classification: D92, G31

¹ Penulis adalah dosen Pendidikan Ekonomi PIPS FKIP Universitas Terbuka, rheins2009@gmail.com

I. PENDAHULUAN

Korporasi modern akan tetap eksis dan mendominasi kehidupan ekonomi jika memiliki dua kombinasi yaitu *asset in place (tangible asset)* dan *investment opportunities (intangible asset)*. Kedua kombinasi tersebut dapat mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan. Selain itu, instrumen tersebut juga akan memunculkan dan mengeksploitasi kesempatan investasi (Arifin: 209). Jika kesempatan investasi ini tidak dieksekusi, maka aktivitas ekonomi hanya terbatas pada jual beli bahan, modal dan tenaga kerja. Padahal aktivitas ini sudah jenuh, penuh kompetisi, dan hanya menghasilkan keuntungan yang minimal. Sedangkan pendorong utama ekonomi modern adalah eksploitasi teknologi baru dan transfer proses produksi menjadi lebih *capital intensive*. Pemanfaatan dan eksekusi kesempatan investasi hanya dapat dilakukan jika perusahaan memiliki sumber daya keuangan, teknik dan sumber daya manusia yang memadai.

Berkaitan dengan masalah pendanaan, perusahaan dapat memperoleh dari dua sumber, *pertama* dari perusahaan itu sendiri, seperti penerbitan saham, dan laba ditahan; *kedua* dari luar perusahaan, berupa hutang kepada pihak ketiga yang sangat ditentukan oleh kebijakan pendanaan oleh satu perusahaan. Sebesar apapun sebuah perusahaan agaknya kebijakan pendanaan dari luar perusahaan berupa hutang akan menjadi pilihan strategis. Namun, bukan berarti kebijakan ini tidak mengandung risiko. Ada kondisi yang dapat muncul dari kebijakan tersebut yaitu munculnya apa yang disebut dengan konflik keagenan. Dalam perspektif teori keagenan terjadinya konflik antara agen dan *principal* dilatarbelakangi adanya asimetri informasi. Agen yang mempunyai informasi yang lebih banyak melakukan tindakan *oportunistik* yang menguntungkan dirinya sendiri. Dilain pihak *principal* yang merasa memiliki informasi yang relatif lebih sedikit dibandingkan dengan pihak agen menuntut adanya kontribusi yang tinggi. Konflik utama terjadi ketika *principal* menerima pembayaran kas dengan jumlah yang lebih kecil. Menurut Jensen (1986), konflik keagenan muncul ketika kepentingan tersebut bertemu dalam suatu aktivitas bersama. Konflik menciptakan masalah (*agency cost*) maka masing-masing pihak akan berusaha mengurangi *agency cost* ini.

Pada kasus penentuan kebijakan *leverage* perusahaan, masalah yang muncul adalah konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Konflik ini terjadi karena adanya struktur penerimaan (*pay off*) dan tingkat risiko yang berbeda. Struktur penerimaan (*pay off*) *bondholders* memperoleh pendapatan yang tetap dari bunga dan pengembalian atas pinjamannya, sedangkan *shareholders* memperoleh pendapatan atas kelebihan kewajiban yang perlu dibayarkan kepada *bondholders*. Sedangkan dilihat dari tingkat risiko yang dihadapi, ketika *shareholders* melalui manajemen menjalankan aktivitas dengan risiko yang tinggi, maka tingkat risiko yang dihadapi *bondholders* jauh lebih tinggi daripada *shareholders*, (Hanafi, 2005). Tinggi rendahnya konflik keagenan dipengaruhi oleh tingkat *growth opportunities*. Perusahaan dengan *growth*

opportunities tinggi cenderung mengalami konflik yang tinggi. Konflik ini muncul ketika perusahaan berhadapan dengan kesempatan investasi pada proyek dengan NPV positif yang mensyaratkan penggunaan dana yang besar. Dalam kondisi *free cash flow* yang rendah dan *asset in place* yang kecil, untuk memenuhi dana guna meneruskan proyek yang ada, maka perusahaan cenderung mengambil hutang. Hal inilah yang memungkinkan terjadinya konflik antara *shareholders* dan *bondholders*.

Konflik keagenan yang terjadi antara *bondholders* dan *shareholders* ini bukan berarti tidak dapat dicegah. Ada tiga mekanisme yang dapat ditawarkan, yaitu dengan pengurangan jumlah hutang, *maturity* yang pendek dan *covenant*. *Covenant* di Indonesia dikenal dengan nama perjanjian perwaliamanatan yang harus dibuat oleh perusahaan pada saat mendaftarkan perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Perjanjian perwaliamanatan dibuat antara emiten (perusahaan yang menerbitkan obligasi) dan Wali Amanat (UU No. 8 Th. 1995 tentang Pasar Modal). Wali Amanat berperan sebagai pihak yang mewakili kepentingan pemegang obligasi sekaligus memberikan perlindungan kepada para pemegang obligasi tersebut.

Dari paparan di atas terlihat bahwa konflik keagenan merupakan satu realitas yang tidak dapat dihindari ketika sebuah perusahaan melakukan kebijakan hutang. Fenomena yang terjadi di Indonesia berdasarkan sejumlah penelitian, diantaranya dilakukan oleh Nurdin (2001) mengemukakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan di masa lalu memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan tingkat *leverage* di masa kini. Artinya, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi di masa lampau akan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi di masa kini. Pada penelitian lain Widyastuti (2007) menyatakan adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dan antara pemegang saham atau manajer dengan kreditur pada perusahaan di Indonesia.

Penelitian di Indonesia berkenaan dengan konflik keagenan baru mengungkapkan ada atau tidaknya konflik keagenan dan melihat hubungan antara *investmen opportunities* dan kebijakan *leverage* yang memicu timbulnya konflik keagenan. Tetapi belum melihat konflik keagenan itu sendiri. Penelitian ini mengacu pada penelitian Nurdin (2001) dan Widyastuti (2007) tentang adanya konflik keagenan di Indonesia dengan melihat adanya variabel *growth opportunity* sebagai salah satu variabel yang mempengaruhinya dan kebijakan *leverage* sebagai variabel dependen. Namun kedua penelitian ini belum melihat bagaimana mengontrol konflik keagenan tersebut. Penelitian ini akan masuk ke wilayah itu dengan variabel *growth opportunity*, *leverage*, *debt maturity* dan *covenant*. *Covenant* akan digunakan sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi hubungan antara *growth opportunity* dan *leverage* juga sebagai variabel moderasi yang mempengaruhi hubungan antara *growth opportunity* dan *debt maturity*. Sekaligus diprediksi sebagai salah satu alternatif yang dapat digunakan untuk mengontrol konflik

antara *shareholders* dan *bondholders*. Variabel yang akan dikembangkan dalam penelitian ini sebelumnya telah digunakan oleh Blillet *et al.* (2007) pada penelitian yang sama di AS. Penelitian ini menggunakan *growth opportunity* sebagai proksi adanya konflik keagenan di Indonesia. Proksi ini diharapkan akan menghasilkan varian baru dalam penelitian konflik keagenan di Indonesia.

Penelitian ini mengangkat isu apakah *growth opportunity* mempengaruhi perubahan *leverage* dan pilihan *debt maturity*? dan apakah pengaruh *growth opportunity* terhadap perubahan *leverage* dan pilihan *debt maturity* akan berbeda jika terdapat *covenants* sebagai mekanisme penjaminan terhadap hutang? Secara eksplisit, penelitian ini bertujuan untuk menguji peran *covenant* terhadap perubahan *leverage* dan kebijakan *debt maturity* pada kondisi pertumbuhan perusahaan yang berbeda-beda untuk mengontrol konflik antara *stockholders* dan *bondholders*.

Bagian selanjutnya dari paper ini menguraikan teori dan bagian ketiga menjelaskan data dan metodologi yang digunakan. Hasil estimasi model dan analisisnya diberikan pada bagian keempat, sementara kesimpulan dan saran diberikan diberikan pada bagian penutup.

II. TEORI

Dasar keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik sumber dana internal maupun sumber dana eksternal. Pilihan-pilihan perusahaan ini dipengaruhi oleh banyak hal, salah satunya adalah *investment opportunity*. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan investasi, memiliki *free cash flow* yang rendah dan *asset in place* yang kecil. Dalam kondisi tersebut perusahaan cenderung menggunakan dana eksternal berupa hutang.

Pada sisi lain, kebijakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan berpotensi memicu timbulnya konflik keagenan antara *shareholders* dan *bondholders* yang juga akan menimbulkan pula biaya keagenan (Jensen dan Mecling, 1976). Kondisi ini memperlihatkan penggunaan hutang pada perusahaan yang memiliki *investment opportunity* tinggi menjadi mahal dan *cost of debt* tinggi. Akibatnya perusahaan akan meninggalkan proyek dengan NPV yang positif dan kehilangan kesempatan untuk bertumbuh. Agar terhindar dari permasalahan *cost of debt* ini, maka perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi memilih menggunakan hutang dalam jumlah yang kecil atau menggunakan dana internal perusahaan sebagai alternatif pendanaan. Akhirnya hubungan antara *leverage* dan *investment opportunity* bersifat negatif.

Kesimpulan di atas juga di dukung oleh penelitian Rajan dan Zingales (1995) Johnson (2003) dan Billett et al. (2007) Fitriyanti dan Hartono (2002) Subekti dan Kusuma (2001) yang menyatakan adanya hubungan negatif antara *leverage* dan *growth opportunities*. Berdasarkan bukti-bukti empiris tersebut, maka *hipotesis pertama* yang akan diajukan dalam penelitian ini adalah: *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap perubahan *leverage*.

Dalam kerangka mengurangi konflik keagenan, perusahaan dengan *investment opportunity* tinggi cenderung menggunakan kebijakan hutang dalam jumlah kecil dan *maturity* yang pendek sebagai salah satu cara mengurangi biaya investasi dan menaikkan nilai perusahaan. Penelitian-penelitian empiris seperti Johnson (2003), Billett et al., (2007), Barclay dan Smith (1995), mengemukakan adanya hubungan negatif antara *growth opportunities* dan kebijakan *leverage*. Perusahaan dengan *growth opportunities* tinggi cenderung menggunakan kebijakan *leverage* rendah dan *maturity* yang pendek untuk mengurangi konflik keagenan dan *cost of debt*. Bertolak dari bukti-bukti empiris tersebut di atas, maka hipotesis berikutnya yang diajukan adalah *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *debt maturity*.

Hubungan negatif antara *growth opportunities* dan *leverage* dapat dikurangi dengan disertakannya *covenant* dalam penerbitan hutang karena dapat mengurangi adanya konflik antara *stockholder* dan *bondholders*. *Covenant* dapat dijadikan sebagai jaminan kepada *bondholders* bahwa perusahaan akan menggunakan dana yang ada pada investasi yang mendatangkan NPV positif dan jaminan bahwa perusahaan akan mendahulukan pembayaran hutang kepada *bondholders* sebelum melakukan kebijakan keuangan lainnya sesuai dengan perjanjian yang terdapat pada *covenant*. Penggunaan *covenant* dalam mengurangi konflik keagenan antara perusahaan dan pemilik modal, terutama pada perusahaan dengan *growth opportunities* yang tinggi disampaikan oleh Smith dan Warner (1979). Sehingga hipotesis kedua adalah tinggi rendahnya *covenant* berpengaruh dalam mengurangi dampak negatif antara *growth opportunities* dan perubahan *leverage*.

Pemilihan *debt maturity* yang berbeda pada tingkat *growth opportunity* yang berbeda juga akan berdampak pada penggunaan *covenant*. Hutang yang tinggi dengan maturitas yang panjang cenderung akan menggunakan *covenant* sebagai jaminan perusahaan terhadap hutangnya. Sedangkan hutang yang rendah dengan maturitas yang pendek tidak perlu mensyaratkan adanya *covenant* dalam perjanjian hutangnya. Maka hipotesis selanjutnya yang diajukan dalam penelitian ini adalah tinggi rendahnya *covenant* berpengaruh dalam mengurangi dampak negatif antara kebijakan *growth opportunities* dan *debt maturity*.

III. METODOLOGI

III.1. Data dan Variabel

Penelitian ini merupakan penelitian yang dilakukan terhadap peristiwa penerbitan *covenant*. Data yang diperlukan adalah (1) data *leverage* perusahaan, (2) informasi *covenant* (perjanjian perwalianamanatan) perusahaan, (3) struktur maturitas hutang, dan (4) *growth opportunities* serta data karakteristik perusahaan lainnya seperti *firm size*, *profitability*, *financially constrained*, dan *fix asset*.

Penelitian ini menggunakan data analisis perusahaan yang menerbitkan obligasi yang disertai dengan penerbitan *covenant* (perjanjian perwalianamanatan) sejak tahun 2003 sampai tahun 2008. Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive* sampling dengan tujuan mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria: perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi pada saat mendaftar di Bursa Efek Indonesia.

1. Variabel pertama yakni *leverage* dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{total debt (long-term debt + debt in current liabilities)}}{\text{Total asset}}$$

2. Variabel kedua adalah *debt maturity* yang dproksi dengan maturitas obligasi yang diterbitkan perusahaan yang dicantumkan dalam perjanjian perwalianamanatan dan di publikasikan pada situs www.idx.co.id
3. Variabel ketiga adalah indeks *covenant* yang mengukur *covenant* yang terdapat pada perjanjian perjanjian perwalianamanatan. Penyusunan indeks *covenant* mengacu pada Billet, *et al.* (2007). Namun dengan melihat sampel *covenant* yang ada di Indonesia beserta isi perjanjiannya, penelitian ini menyesuaikan beberapa kelompok indeks *covenant* berdasarkan perjanjian perwalianamanatan yang digunakan sehingga indeks *covenant* disusun menjadi 24 kelompok berdasarkan kategorinya. Pengelompokan indikator penyusun *covenant* dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 1.
Indikator Penyusun Indeks Covenant

No	Tipe Covenant	Keterangan
Membatasi pembayaran pada <i>equity holder</i> dan yang lainnya		
1	<i>Divident payment restriction</i>	Sebuah <i>issue</i> dikatakan sebagai <i>divident restriction</i> jika ada <i>covenant</i> yang membatasi pembayaran <i>divident issuer</i> atau <i>subsidiary issuer</i>
2	<i>Share repurchase Restrictive</i>	<i>Issue</i> dikatakan <i>repurchase restriction</i> , jika ada <i>covenant</i> yang membatasi kebebasan untuk melakukan pembayaran terhadap <i>shareholders</i> dan lainnya.
Pembatasan terhadap aktivitas <i>financial</i>		
3	<i>Funded Debt Restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan hutang yang baru dengan maturity 1 tahun atau lebih
4	<i>Subord Debt restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan subordinate, senior dan secured debt
5	<i>Senior debt Restrictive</i>	
6	<i>Secured Debt Restrictive</i>	
7	<i>Total Leverage Test</i>	Yang termasuk dalam kategori ini adalah batasan variasi dasar akuntansi dari leverage, termasuk persyaratan minimum <i>net worth</i> sampai pada persyaratan minimum <i>earning ratio</i>
8	<i>Sale and Lease Back</i>	<i>Covenant</i> ini membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaannya untuk menjual, menjaminkan dan melakukan leasing terhadap asset yang telah dijadikan sebagai jaminan pada <i>debtholder</i> tanpa persetujuan Wali Amanat
9	<i>Stock Issue Restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> untuk menerbitkan <i>common stock</i> atau <i>preferred stock</i>
Kebijakan Investasi		
10	<i>Asset Sale Clause</i>	Jika <i>issue</i> atau mengharuskan penggunaan <i>net proceeds</i> dari penjualan sebagian assetnya untuk mendapatkan kembali <i>issue</i> pada nilai pari atau pada nilai pari premium
11	<i>Invest Policy Restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaan untuk melakukan beberapa investasi atau penyertaan saham kepada pihak lain
12	<i>Merger Restrictive</i>	Membatasi <i>issuer</i> ataupun anak perusahaan untuk melakukan merger, konsolidasi atau akuisisi dengan perusahaan lain
Kebijakan Usaha		
13	Penjaminan	Melarang <i>issuer</i> atau anak perusahaannya untuk memberikan jaminan kepada pihak lain atas kewajiban pihak lain tersebut
14	Perubahan bidang usaha	Membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaan untuk melakukan perubahan yang pokok dari bidang usahanya
15	Permodalan	Membatasi perusahaan untuk mengurangi modal dasar dan modal disetor perusahaan
16	Agunan	Membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaannya untuk mengagunkan/ menjaminkan pendapatan dan harta kekayaan emiten yang dijadikan jaminan
17	Afiliasi	Membatasi <i>issuer</i> atau anak perusahaannya untuk memberikan pinjaman kepada pihak lain, kecuali yang telah diatur di dalam akta perjanjian perwaliamanatan
18	Pinjaman	Memberi pinjaman atau kredit kepada perusahaan asosiasi
19	Pinjaman kepada perusahaan asosiasi	
20	Kegiatan usaha tambahan	Melakukan kegiatan usaha selainyang disebutkan dalam AD
21	Kepailitan	Mengajukan permohonan pailit
22	Struktur Pemegang Saham	Mengubah struktur pemegang saham
23	Pengendalian Usaha oleh Pihak Lain	Mengadakan perjanjian manajemen dengan pihak lain yang mengakibatkan usaha perseroan dikendalikan oleh pihak lain
24	Pengambil Alihan Saham	Melakukan pengambil alihan saham atau aktiva pihak lain

Selanjutnya 24 kategori *covenants* digunakan untuk membuat *covenant index* untuk setiap perusahaan setiap tahunnya. Variabel ini diberi nilai=1 jika perjanjian perwalianamanatan setidaknya memiliki satu *debt instrument*, dan berilai=0, jika tidak ada *debt instrument*. Selanjutnya nilai tersebut dijumlahkan dan dibagi dengan 24 untuk membuat *covenant index* yang berkisar dari 0 (sama sekali tidak ada *covenant protection*) sampai 1 (untuk *covenant* yang lengkap). (Billet *et al.*, 2007).

4. Untuk menghitung *growth opportunities*, digunakan *investment based proxies* dengan proksi CAPXBVA, yaitu perbandingan antara *capital expenditure* dan total asset pada awal tahun *t*.

$$CAPXBVA = \frac{\text{Capital Expenditure}}{\text{Total asset}}$$

Rasio CAPXBVA ini menunjukkan adanya kebebasan perusahaan untuk mengadakan peluang investasi baru. Perusahaan akan memperoleh peluang investasi yang lebih besar jika berinvestasi pada aktiva-aktiva mereka dibandingkan perusahaan yang hanya melakukan investasi yang lebih sedikit (Adam dan Goyal, 2008).

Dalam penelitian ini, juga digunakan variabel kontrol yang dimaksudkan untuk melihat apakah dengan dimasukkannya variabel ini dalam suatu model maka variabel independen utama secara signifikan menjadi semakin tinggi sehingga dapat memperkecil *error term*. Mengacu pada Billet *et.al* (2007), terdapat 3 variabel control yang dapat digunakan, yakni:

1. **Fixed asset (Fix)**, merupakan rasio dari nilai fix asset yang tercantum pada laporan keuangan perusahaan pada tahun terhadap *book value of total asset*,

$$\text{Fixed Asset} = \frac{\text{Total Fixed Asset}}{\text{Book Value of Total Asset}}$$

2. **Profitability (profit)** merupakan rasio EBITDA terhadap *book value of total asset*,

$$\text{Profitability} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Book Value of Total Asset}}$$

3. **Firm Size (Size)** merupakan logaritma natural (Ln) penjualan bersih dalam jutaan rupiah.
4. **Financially Constrained**

Untuk menentukan perusahaan dikategorikan sebagai *financially constrained* dan *non financially constrained* digunakan metode yang dikembangkan Moyen (2004), Lang dan Ofek (1996), Hovakimian dan Titman (2006) dan Hidayat (2010).

Klasifikasi dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan matrik (Tabel 2). Klasifikasi pertama, perusahaan dikategorikan sebagai *financially constrained* dan *non financially* dengan melihat tingkat *leverage* dan aliran kas dan. Perusahaan yang memiliki *leverage* lebih kecil dari rata-rata rasio hutang seluruh sampel, dikategorikan sebagai perusahaan *non financially constrained*, sedangkan perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih tinggi dari rata-rata rasio hutang seluruh sampel maka dikategorikan sebagai perusahaan *financially constrained*. Perusahaan yang memiliki aliran kas lebih besar dari rata-rata aliran kas seluruh sampel dikategorikan sebagai *non financially constrained*, sedangkan perusahaan yang memiliki aliran kas lebih kecil dari rata-rata aliran kas seluruh sampel dikategorikan sebagai *financially constrained*.

Tabel 2. Klasifikasi Perusahaan *financially constrained* dan *non financially constrained*

Leverage \ CF	CF	
	Tinggi	Rendah
Tinggi	Financial Constrained	
Rendah	Non Financial Constrained	

Selanjutnya perusahaan dengan *cash flow* tinggi dan *leverage* tinggi serta *cash flow* rendah dan *leverage* rendah diklasifikasikan dengan melihat pembayaran dividen. Perusahaan yang membayar dividen dikategorikan sebagai perusahaan *non financially constrained* sedangkan perusahaan yang tidak membayar dividen dikategorikan sebagai perusahaan *financially constrained*.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel yang Digunakan

Variable	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Prbh_Leverage	.462871	-.294715	.168156	.00678731	.099270977	.010
Profitability	.56779	-.27553	.29226	.0795834	.09116627	.008
LN_size	7.84	10.11	17.95	14.2847	1.59090	2.531
Debt_mat	7	3	10	5.30	1.854	3.439
Fix_asset	.980264	.019736	1.000000	.48414134	.265841728	.071
CAPXBVA	.824561	-.085593	.738967	.13599926	.196181581	.038
Covenant_20	.40	.15	.55	.3920	.10220	.010
interaksi_20cov	.36	-.03	.33	.0488	.07004	.005
Covenant_24	.38	.12	.50	.3442	.08698	.008
interaksi_24cov	.30	-.02	.28	.0437	.06161	.004

Keterangan:

Jumlah sampel = 50 perusahaan. Data mentah dan pembentukan variabel tersedia pada penulis dan redaksi BEMP.

III.2. Model Empiris

Metode pengolahan data yang diaplikasikan adalah regresi berganda atas tiga model yang dikembangkan. **Model pertama**, menguji pengaruh *growth opportunities* terhadap perubahan *leverage* dari tahun sebelumnya dan *debt maturity*.

$$\text{Model 1a. } 6\text{Lev} = \alpha_1 + \beta_1 \text{CAPXBVA}_t + \beta_2 \text{fix}_t + \beta_3 \text{profit}_t + \beta_4 \text{Ln size}_t + \beta_5 \text{D} + \text{error}$$

$$\text{Model 1b. Mat} = \alpha_2 + \beta_6 \text{CAPXBVA}_t + \beta_7 \text{fix}_t + \beta_8 \text{profit}_t + \beta_9 \text{Ln size}_t + \beta_{10} \text{D} + \text{error}$$

Model kedua, menguji pengaruh *covenant* sebagai variabel moderasi hubungan antara *growth opportunities* dan perubahan *leverage* serta pengaruh *covenant* sebagai variabel moderasi hubungan antara *growth opportunities* dan *debt maturity*.

$$\text{Model 2a. } 6\text{Lev} = \alpha_3 + \beta_{11} \text{CAPXBVA}_t + \beta_{12} (\text{CAPXBVA}_t \times \text{indeks covenant}) + \beta_{13} \text{indeks covenant} + \beta_{14} \text{profit}_t + \beta_{15} \text{Ln size}_t + \beta_{16} \text{D} + \text{error.}$$

$$\text{Model 2b. } \text{Mat} = \alpha_4 + \beta_{17} \text{CAPXBVA}_t + \beta_{18} (\text{CAPXBVA}_t \times \text{indeks covenant}) + \beta_{19} \text{fix}_t + \beta_{20} \text{indeks covenant} + \beta_{21} \text{profit}_t + \beta_{22} \text{Ln Size}_t + \beta_{23} \text{D} + \text{error.}$$

IV. HASIL DAN ANALISIS

Salah satu variabel kontrol pada penelitian ini adalah *Financially Constrained*, yang diterjemahkan kedalam model dalam bentuk variabel *dummy* (1 untuk perusahaan berstatus *financially constrained* dan 0 untuk perusahaan *non financially constrained*). Perusahaan dikategorikan sebagai *financially constrained* dan *non financially constrained* dilihat dari *leverage*, *cash flow* dan *dividen*. Hasil pengklasifikasian perusahaan yang dikategorikan sebagai *financially constrained* dan *non financially constrained* dapat dilihat pada Tabel 4, yang mana total

Tabel 4. Klasifikasi Perusahaan <i>Financially Constrained</i> dan <i>Non Financially Constrained</i>		
Leverage \ CF	Tinggi	Rendah
Tinggi	10	22 (FC)
Rendah	7 (NFC)	11

Kategori	Bayar Dividen (NFC)	Tidak Bayar Dividen (FC)
L (T) CF (T)	6	4
L (R) CF (R)	9	2
Jumlah	22	28

keseluruhan perusahaan *non financially constrained* berjumlah 22 dan *financially constrained* berjumlah 28.

Pada penjelasan hipotesis 1a dinyatakan bahwa perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi memiliki perubahan *leverage* yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan dengan *growth opportunity* rendah. Artinya, *leverage* perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi akan lebih rendah pada t_0 dibandingkan dengan t_{-1} . Sebaliknya perusahaan dengan *growth opportunity* rendah memiliki perubahan *leverage* yang lebih besar, yang berarti *leverage* pada t_0 lebih tinggi dibandingkan dengan *leverage* pada t_{-1} . Hasil pengujian statistik hipotesis 1a dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4.
Hasil Pengujian Hipotesis 1a

Variabel Independen	Koefisien	Nilai t
(Constant)	-0,328	-2,852**
CAPXBVA	-0,152	2,006*
Fix Asset	0,023	0,412
Profitability	0,196	1,404
Ln Size	0,023	2,943**
Constraint	-0,005	-0,183

** Signifikan pada level 5%

* Signifikan pada level 10%

Hasil pengujian menunjukkan β_1 koefisien kesempatan investasi yang diproksi dengan CAPXBVA bernilai negatif dan signifikan pada $\pm 10\%$. Sehingga hipotesis 1a terdukung, dimana *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap perubahan *leverage*. Hal ini berimplikasi *growth opportunity* yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mengurangi jumlah *leverage*-nya dan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan. Sumber pendanaan tersebut akan digunakan untuk mengeksekusi kesempatan-kesempatan investasi yang ada. Sedangkan pada perusahaan dengan *growth opportunity* rendah, kebijakan

Tabel 5.
Hasil Pengujian Hipotesis 1b

Variabel Independen	Koefisien	Nilai t
(Constant)	-1,759	-0,786
CAPXBVA	-3,355	2,272**
Fix Asset	1,886	1,773*
Profitability	-3,404	-1,253
Ln Size	0,472	3,078**
Constraint	0,226	0,444

leverage akan terjadi sebaliknya. Dimana penggunaan dana eksternal lebih besar. Kebijakan ini diambil untuk mengontrol terjadinya konflik keagenan antara *shareholders* dan *bondholders*.

Selanjutnya pengujian hipotesis 1b bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *debt maturity*, dapat dilihat pada Tabel 5.

Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif terhadap *debt maturity* yang dilihat pada koefisien *CAPXBVA* (yang merupakan proksi *growth opportunity*) bernilai negatif dan signifikan pada level 10%. Hal ini menunjukkan bahwa untuk mengurangi terjadinya konflik antara *shareholders* dengan *bondholders* perusahaan yang mempunyai *growth opportunity* tinggi menggunakan kebijakan *debt maturity* yang pendek. Sedangkan perusahaan dengan *growth opportunity* yang rendah cenderung melakukan kebijakan penggunaan *leverage* dengan *debt maturity* yang lebih panjang.

Hipotesa ketiga yang diuji (Hipotesis 2a) menyatakan bahwa tinggi rendahnya *covenant* berpengaruh dalam mengurangi dampak negatif antara *growth opportunity* dan perubahan *leverage*. Artinya, interaksi antara indeks *covenant* dengan *CAPXBVA* merupakan variabel yang dapat memoderasi pengaruh negatif antara *growth opportunity* dan perubahan *leverage*. Hasil pengujian hipotesis 2a dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis 2a				
Variabel Independen	20 indikator <i>covenant</i>		24 indikator <i>covenant</i>	
	Koefisien	Nilai t	Koefisien	Nilai t
(Constant)	-0,037	2,369**	-0,037	2,369**
<i>CAPXBVA</i>	-0,221	3,370**	-0,221	3,370**
(Constant)	0,391	3,461**	-0,384	3,130**
<i>Covindeks</i> * <i>CAPXBVA</i>	0,306	1,694*	0,321	1,490
<i>Covenant indeks</i>	0,111	0,950	0,025	0,180
<i>Profitability</i>	0,181	1,366	0,202	1,498
<i>Ln Size</i>	0,023	2,934**	0,024	3,113**
<i>Constraint</i>	-0,006	-0,241	-0,005	-0,186

Dari Tabel 6 terlihat bahwa pada 20 indikator *covenant* koefisien β_{15} *CAPXBVA* bernilai positif dan signifikan pada level $\alpha 10\%$. Sedangkan pada 24 indikator *covenant* koefisien β_{15} *CAPXBVA* bernilai negatif dan tidak signifikan. Berdasarkan uji statistik di atas hipotesis terdukung pada 20 indikator *covenant*. Terbukti bahwa ada 20 indikator penyusun indeks *covenant* yang terdapat pada Perjanjian Perwaliamanatan yang sekaligus berfungsi sebagai variabel moderasi dalam mengurangi dampak negatif antara *growth opportunities* dan perubahan *leverage*.

Selanjutnya hipotesis 2b menguji pengaruh *covenants* dalam mengurangi dampak negatif antara *growth opportunities* dengan *debt maturity*. Pengujian statistik melihat apakah *covenant* merupakan variabel moderasi. Hasil pengujian statistik untuk membuktikan hipotesis 2b dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7.
Hasil Pengujian Hipotesis 2b

Variabel Independen	20 indikator <i>covenant</i>		24 indikator <i>covenant</i>	
	Koefisien	Nilai t	Koefisien	Nilai t
(Constant)	5,662	18,241**	5,662	18,241**
CAPXBVA	-2,661	-2,033*	-2,661	-2,033*
(Constant)	-7,167	3,090**	-6,641	-2,700**
Covindeks*CAPXBVA	1,753	0,473	1,752	0,405
Covenant indeks	-1,117	-0,463	-2,563	0,936
Profitability	-2,242	-0,822	-2,136	-0,789
Ln Size	0,519	3,299**	0,513	3,273**
Constraint	0,496	0,991	0,505	1,009

Hasil uji seperti apa yang tergambar pada Tabel 7 menunjukkan β_{21} CAPXBVA bernilai negatif dan tidak signifikan, baik pada pengujian 20 indikator *covenant* maupun 24 indikator *covenant*. Artinya, hipotesis tidak terdukung, *covenant* bukan merupakan variabel moderasi antara *growth opportunities* dengan *debt maturity*. Tinggi rendahnya *covenant* tidak berpengaruh dalam mengurangi dampak negatif antara kebijakan *growth opportunities* dengan *debt maturity*.

Hasil penelitian yang menguji *covenant* sebagai variabel moderasi antara *growth opportunity* dengan *debt maturity* tidak terbukti secara statistik. Pengujian ini menunjukkan bahwa adanya *covenant* tidak memberikan keleluasaan pada perusahaan-perusahaan dengan *growth* tinggi untuk melakukan pinjaman dalam jangka waktu yang lebih panjang. Implikasi lain dari pengujian tersebut juga menunjukkan bahwa panjang-pendeknya *debt maturity* atau maturitas obligasi yang diterbitkan tidak berkaitan dengan secara langsung dengan butir-butir perjanjian yang terdapat pada perjanjian perwaliamanatan. Pengamatan terhadap *debt maturity* menunjukkan bahwa di Indonesia pola kebijakan maturitas obligasi tidak terlalu beragam, berkisar antara 3 sampai 10 tahun. Sebagian besar diantaranya (54%) jatuh tempo dalam jangka waktu 5 tahun.

Covenant yang dianalisis dalam penelitian ini adalah Perjanjian Perwaliamanatan yang dibuat antara *issuer* dengan Wali Amanat. Item-item dalam Perjanjian Perwaliamanatan dianalisis untuk melihat indikator yang dapat dijadikan sebagai dasar penyusunan indeks *covenant*. Analisis

awal menghasilkan 24 item perjanjian yang dijadikan sebagai indikator penyusunan indeks *covenant*. Tapi tidak semua indeks *covenant* yang telah disusun berfungsi sebagai variabel moderasi mengurangi hubungan negatif antara *growth opportunity* dengan *leverage* dan antara *growth opportunity* dengan *debt maturity*. Indeks *covenant* yang telah ada selanjutnya dianalisis untuk mendapatkan indikator yang paling tepat. Pada analisis akhir diperoleh 20 indikator dalam perjanjian perwaliamanatan untuk menghitung indeks *covenant* yang secara signifikan berfungsi variabel moderasi. Indikator tersebut adalah sebagai berikut.

- a. *Covenant* yang membatasi pembayaran pada *equity holder* dan yang lainnya, terdiri dari: *Divident payment restriction, Share repurchase restrictive*
- b. *Covenant* yang memberikan pembatasan terhadap aktivitas *financial*, yang terdiri dari: *Funded debt restrictive, Senior debt restrictive, Total leverage test, Sale and lease back*
- c. *Covenant* yang berhubungan dengan kebijakan investasi, terdiri dari: *Invest policy restrictive, Merger restrictive,*
- d. *Covenant* yang berhubungan dengan kebijakan usaha, terdiri dari Penjaminan, Perubahan bidang usaha, Permodalan, Agunan, Afiliasi, Pinjaman, Pembatasan memberi pinjaman atau kredit kepada perusahaan asosiasi, Pembatasan melakukan kegiatan usaha selain yang disebutkan dalam AD, Pembatasan untuk mengajukan permohonan pailit, Pembatasan untuk mengubah struktur pemegang saham, Pembatasan mengadakan perjanjian manajemen dengan pihak lain yang mengakibatkan usaha perseroan dikendalikan oleh pihak lain, Pembatasan untuk melakukan pengambil alihan saham atau aktiva pihak lain.

Konflik keagenan merupakan salah satu fenomena yang muncul ketika perusahaan menerapkan kebijakan pendanaan terutama berkaitan dengan kebijakan *leverage*. Konflik disini disebabkan terjadinya benturan kepentingan antara *shareholder* dengan *debtholders*. Banyak penelitian menjelaskan upaya yang ditempuh perusahaan untuk mengontrol konflik keagenan ini, salah satunya adalah kebijakan *leverage* yang rendah dan *debt maturity* yang pendek pada perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan *growth opportunity* yang rendah menerapkan kebijakan *leverage* yang tinggi dengan *debt maturity* yang pendek. Sejalan dengan penelitian di atas, penelitian ini juga menunjukkan suatu hal yang sama. Tetapi dalam dari sisi operasionalnya penelitian ini menekankan pada perubahan *leverage*. Sedangkan dari sisi konseptual sama-sama membahas tentang *leverage*.

Dari banyak penelitian serupa yang dilakukan perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi memiliki *size* kecil, *free cash flow* yang rendah dan *asset in place* yang kecil. Perusahaan ini berhadapan dengan kesempatan investasi yang besar namun terkendala dengan keterbatasan pendanaan. Ketika kebijakan hutang diambil oleh perusahaan untuk mengatasi keterbatasan pendanaan tersebut, maka akan rentan munculnya konflik keagenan antara *shareholders* dengan

debtholder. Akhirnya, untuk mengontrol konflik keagenan ini, perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi mengambil kebijakan *leverage* yang rendah dan *debt maturity* yang singkat. Bahkan cenderung menggunakan sumber dana internal untuk mengeksekusi kesempatan investasi yang ada. Kebijakan ini tentu saja akan berakibat pada keterbatasan pendanaan ketika kesempatan investasi yang akan dieksekusi membutuhkan dana yang besar. Hal ini akan menyebabkan perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi kehilangan kesempatan investasi dan pada akhirnya akan kehilangan kesempatan untuk bertumbuh. Sebaliknya perusahaan dengan *growth opportunity* rendah merupakan perusahaan yang sudah berskala besar dengan *free cash flow* yang tinggi. Tingginya *free cash flow* menyebabkan terjadinya konflik antara *shareholders* dan manajer, karena *shareholders* beranggapan *free cash flow* harus dibagikan sebagai dividen sedangkan manajer beranggapan bahwa ia memiliki kepentingan untuk menggunakannya dalam investasi yang berkaitan dengan kesempatan untuk tumbuh. Untuk mengatasi konflik tersebut maka perusahaan dengan *growth opportunity* rendah cenderung menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan investasi pada proyek-proyek yang baru. Dengan kata lain kebijakan *leverage* pada perusahaan dengan *growth opportunity* rendah merupakan salah satu cara untuk mengontrol konflik keagenan yang terjadi di dalam perusahaan

Agar perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi dapat memenuhi kebutuhan pendanaan secara maksimal dan dalam jangka panjang tidak kehilangan kesempatan untuk bertumbuh, maka kebijakan lain yang dapat dilakukan perusahaan untuk mengontrol konflik keagenan adalah dengan menyertakan *covenant* dalam penerbitan hutang. Hasil penelitian menunjukkan Perjanjian Perwalianamanatan berpengaruh secara signifikan sebagai variabel yang dapat mengontrol konflik keagenan. Terdapat 20 item dalam Perjanjian Perwalianamanatan yang secara signifikan berfungsi sebagai variabel yang dapat mengurangi terjadinya konflik keagenan. Sehingga pada saat penyusunan Perjanjian Perwalianamanatan ke-20 item ini dapat dicantumkan.

V. KESIMPULAN

Dari hasil pengujian hipotesis, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Adanya pengaruh negatif antara *growth opportunity* dengan perubahan *leverage*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan *leverage* yang lebih rendah dan lebih banyak menggunakan dana intern untuk membiayai pertumbuhannya. Kebijakan ini diambil sebagai salah satu cara untuk mengontrol konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholder* dan mengurangi biaya hutang yang akhirnya akan beresiko terhadap struktur modalnya.

2. Pengujian berikutnya menunjukkan pengaruh negatif antara *growth opportunity* dengan *debt maturity*. Artinya perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi memiliki *debt maturity* yang lebih pendek dibandingkan dengan perusahaan dengan *growth opportunity* yang rendah. Kebijakan *debt maturity* yang pendek juga merupakan salah satu alternatif yang pemecahan konflik keagenan antara *shareholders* dengan *bondholders*.
3. *Covenant* terbukti secara signifikan sebagai variabel moderasi yang dapat mengurangi efek negatif antara *growth opportunity* dengan *leverage*. Hal ini berarti *covenant* yang dibuat antara *issuer* dengan Wali Amanat menjadikan perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi dapat melakukan kebijakan *leverage* yang tinggi agar dapat mengeksekusi peluang pertumbuhan.
Perjanjian Perwalianamanatan yang dibuat pada waktu perusahaan menerbitkan obligasi secara signifikan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk menerbitkan obligasi dengan nominal yang besar.
4. *Covenant* yang diprediksi dapat mengurangi efek negatif pengaruh *growth opportunity* terhadap *debt maturity* tidak terbukti secara signifikan. Perjanjian Perwalianamanatan yang disusun tidak menyebabkan perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi dapat mengambil kebijakan *debt maturity* yang lebih panjang. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Billet *et al.*(2007) yang menyatakan adanya peningkatan *covenants protection* pada peningkatan *debt maturity*.
5. Indeks *covenant* yang secara signifikan berfungsi sebagai variabel moderasi berjumlah 20 indikator. Indikator tersebut tidak bersifat mutlak, jumlahnya bisa terus bertambah tergantung pada aspek yang dapat dijadikan sebagai dasar penyusunan. Pada penelitian ini, dari 24 indikator yang disusun pada awal penelitian, ternyata hanya signifikan di 20 indikator. Indikator yang secara signifikan mengurangi pengaruh negatif antara *growth opportunity* dengan *leverage* pada Perjanjian Perwalianamanatan.

Perlu digarisbawahi bahwa penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan dan dapat menjadi ruang pengembangan penelitian lebih lanjut. Keterbatasan yang *pertama* adalah bahwa penelitian ini memiliki keterbatasan dalam menentukan jumlah sampel. Keterbatasan ini disebabkan sulitnya mengakses data Perjanjian Perwalianamanatan, karena belum lengkapnya data tersebut di pusat data dan jumlah perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi yang disertai dengan perjanjian perwalianamanatan relatif lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan keuangan. *Kedua*, jumlah sampel penelitian ini hanya 35 perusahaan non keuangan dengan periode tahun 2003 – 2008. Penelitian selanjutnya disarankan menambah sampel perusahaan keuangan dengan pendekatan proksi yang lebih bervariasi agar jumlah data lebih besar. *Ketiga*, proksi yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan data laporan

keuangan tanpa memasukkan harga pasar. Hal ini disebabkan beberapa sampel hanya menerbitkan obligasi tanpa penerbitan saham, sehingga tidak dapat diperoleh nilai pasarnya. *Keempat*, penelitian ini mengabaikan aspek fungsi dan peran dari Lembaga Wali Amanat dan aspek yuridis formal. Penelitian selanjutnya dapat memasukan kedua aspek tersebut dalam variabel yang dapat mengurangi terjadinya konflik keagenan di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim and Goyal, K Vidhan (2008), "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variable", *The Journal of Financial Research*. Vol. XXXI, (1), pp 41-63
- Arifin, Zaenal, (2005), "*Teori Keuangan dan Pasar Modal*", Yogyakarta: Ekonosia.
- Barclay, Michael J., and Clifford W. Smith Jr. (1995), "The Maturity Structure of Corporate Debt", *Journal of Finance* 50, 609–631.
- Billett, *et al* (2007) "Growth Opportunities and The Choice Of Leverage, Debt Maturity, and Covenants" *The Journal Of Finance* Vol. Lxii, No. 2 April 2007
- Fitrijanti, Tettet dan Hartono, Jogiyanto (2002), " Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proxy dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 5, Januari 2002.
- Hanafi, Mamduh (2005), *Manajemen Keuangan*, Jogjakarta: BPFE UGM.
- Hidayat, Riskin (2010), Keputusan Investasi dan Financial Constrains: Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Volume 12 No. 4, April 2010, hal. 445-468.
- Hovakimian, Gayané and Titman, Sheridan (2006) "Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales", *Journal of Money, Credit & Banking*, Mar 2006, Vol. 38 Issue 2, p357-374.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Johnson, Shane A., (2003) "Debt Maturity and The Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage", *Review of Financial Studies* 16, 209–236.
- Lang, Larry and Ofek, Eli (1996) "Leverage, Investment, and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, Jan1996, Vol. 40 Issue 1, p3-29, 27.
- Moyen, Nathalie (2004) "Investment–Cash Flow Sensitivities: Constrained Versus Unconstrained Firms", *Journal Of Finance*, Oct 2004, Vol. 59 Issue 5, P2061-2092.
- Nurdin (2001) Pengaruh Risiko Bisnis , Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan dan *Securable Asset* Terhadap tingkat *Leverage* Perusahaan, Tesis Program Pasca Sarjana UGM.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (1995), "What Do We Really Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance* 50, 1421–1460.
- Smith Jr. Clifford W., dan Ross L.Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Fianancial Economics*, 2:263-292

Subekti, Iman dan Kusuma, Wijaya (2001), "Asosiasi antara Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham" *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 4, Januari 2001.

Widiyastuti, Listiani (2007) "*Free Cash Flow Agency Cost, Earning Management* dan Mekanisme Kontrol Konflik Keagenan" Tesis Program Pasca Sarjana UGM.

Tim Studi Perwaliamanatan di Pasar Modal Indonesia (2005), "Studi tentang Perwaliamanatan di Pasar Modal Indonesia", Departemen Keuangan RI BAPEPAM: Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal.

halaman ini sengaja dikosongkan