

KECENDERUNGAN PELANGGARAN PERJANJIAN UTANG PADA PERUSAHAAN KONSTRUKSI DAN PROPERTI DI BURSA EFEK INDONESIA

Billy Dermawan*
Yunia Panjaitan†

ABSTRACT

The importance of debt covenant is to minimize the debtholder default risk. The possibility of debtholder's default risk may be caused by liquidity problems, low profitability, and bad quality of earnings. Hence, this study aims to prove the tendency of debtholders to violate debt covenants by measuring current ratio volatility, return on assets, and earnings quality as independent variables. By using five companies from the construction and property sub-sector that listed on Indonesia Stocks Exchange in 2016-2018, the data are analysed with multiple linear regression model for panel data. From this study, we can conclude that the impact of return on assets to debt covenant violation is significantly negative, debtholders with poor financial performance have a higher potential to do debt covenant violation. However, there is no evidence that debt covenant violation is affected by current ratio volatility and earnings quality.

Keywords: *debt covenant, current ratio, return on assets, earnings quality*

1. PENDAHULUAN

Utang adalah salah satu sumber modal bagi perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan. Dengan adanya utang, timbul beban tetap berupa bunga yang wajib dibayar perusahaan pada setiap periode yang telah ditentukan. Seiring dengan bertambahnya utang, bunga yang timbul akan memangkas laba sebelum kena pajak semakin kecil sehingga mengurangi beban pajak yang harus ditanggung oleh perusahaan. Atas dasar itu, perusahaan akan menikmati *benefit* dari kepemilikan utang berupa *tax saving* (Modigliani & Miller, 1963). Di sisi lain, bertambahnya utang meningkatkan peluang debitur (*debtholder*) mengalami

* Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

† yunia.panjaitan@atmajaya.ac.id, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

kesulitan keuangan (*financial distress*) yang akhirnya berpotensi gagal melunasi utang dan mengalami kebangkrutan dengan kemungkinan *debtholder* telah melanggar perjanjian utang.

Upaya yang dapat dilakukan oleh kreditur untuk memperkecil kemungkinan *debtholder* gagal melunasi utang adalah membuat perjanjian utang (*debt covenant*) dengan *debtholder*. Namun, apabila perusahaan melanggar kontrak perjanjian, kreditur memiliki kewenangan untuk melakukan intervensi (Gu, Mao, & Tian, 2017). Dalam penelitian Aghion dan Bolton (1992) serta Dewatripont dan Tirole (1994), perjanjian-perjanjian yang tertuang dalam kontrak utang dapat digunakan kreditur untuk mengendalikan manajemen perusahaan dengan cara mengurangi keleluasaan pembuatan keputusan manajerial agar perusahaan mencapai tingkat rasio keuangan tertentu sesuai dengan *debt covenant*. Bahkan, memungkinkan kreditur untuk mengambil alih perusahaan dan mengubah tim manajemen perusahaan (Nini, Smith, & Sufi, 2009).

Atas dasar uraian di atas, penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang berpotensi memengaruhi kecenderungan perusahaan untuk melanggar perjanjian utang. Isu ini penting bagi perusahaan karena jika perusahaan melanggar perjanjian utang, perusahaan berpotensi kehilangan kendali manajemen karena diintervensi oleh kreditur. Dengan demikian, penulis tertarik untuk meneliti faktor-faktor yang berpengaruh pada tingkat kepatuhan *debtholder* dalam menaati perjanjian utang.

2. TINJAUAN LITERATUR

Salah satu penelitian terdahulu yang berhubungan dengan *debt covenant* ialah penelitian yang dilakukan oleh Duke dan Hunt (1990), Press dan Weintrop (1990), serta Watts dan Zimmerman (1986) yang menemukan bahwa probabilitas *debtholder* melanggar *debt covenant* dapat diukur dari tingkat utangnya. *Debtholder* dengan tingkat utang yang tinggi berpeluang mengalami gangguan *liquidity*. Artinya, perusahaan berpeluang tidak memiliki aset lancar yang memadai untuk digunakan sebagai alat pembayaran kewajiban kepada kreditur. Dengan *liquidity* yang terganggu, *debtholder* lebih berpotensi mengalami

financial distress tanpa menutup kemungkinan bahwa *debtholder* akan mengalami kebangkrutan dengan dugaan telah melanggar *debt covenant*. Oleh karena itu, sangat penting bagi *debtholder* untuk menjaga kelancaran *liquidity*. Kelancaran *liquidity* akan menurunkan risiko kebangkrutan yang diduga memicu *debtholder* untuk melanggar *debt covenant*.

Sumber lainnya yang berhubungan dengan *debt covenant* ialah *signalling theory* (Spence, 1973). Penyajian laporan keuangan oleh perusahaan merupakan cara untuk memberikan sinyal mengenai kondisi keuangan dan kinerja perusahaan kepada *stakeholder* untuk membuat keputusan serta meluruskan asimetri informasi antara perusahaan dan *stakeholder*. Dengan adanya penyajian tersebut, peluang kesalahan yang terjadi dalam membuat keputusan dapat diminimalisasi dengan mengukur rasio-rasio yang dianggap berpengaruh pada kecenderungan *debtholder* untuk melanggar *debt covenant*.

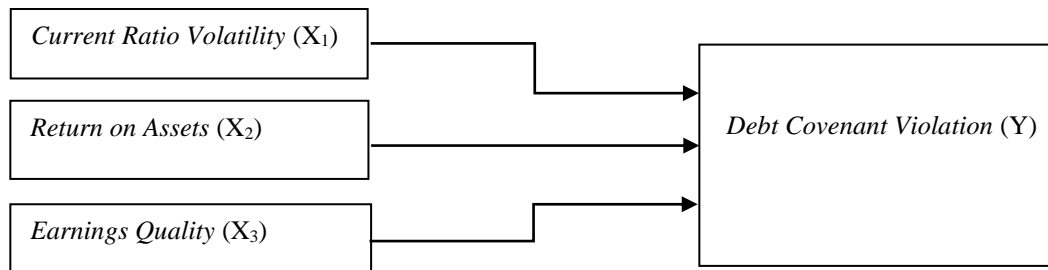
Menurut Demerjian dan Owens (2015), kecenderungan *debtholder* untuk melakukan *debt covenant violation* dapat diukur dengan menggunakan *return on assets*. Selain itu, menurut Dichev dan Skinner (2002), rasio-rasio yang berpengaruh pada pelanggaran perjanjian utang (*debt covenant violation*) adalah *return on assets* dan *current ratio volatility*. Dari penelitian Li, Abeysekera, dan Ma (2011), disimpulkan bahwa rasio kualitas laba (*earnings quality*) yang rendah merupakan salah satu ciri perusahaan dengan potensi kebangkrutan yang lebih besar dengan dugaan *debtholder* telah melanggar *debt covenant*.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu tersebut, disusun hipotesis dengan model penelitian sebagai berikut:

H₁ : *Current ratio volatility* berpengaruh positif pada *debt covenant violation*.

H₂ : *Return on assets* berpengaruh negatif pada *debt covenant violation*.

H₃ : *Earnings quality* berpengaruh negatif pada *debt covenant violation*.



Gambar 1. Model Penelitian

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan (*financial report*) yang dipublikasikan dalam situs Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016--2018. Objek penelitian ini adalah perusahaan yang berasal dari subsektor properti dan real estat, konstruksi bangunan, serta jalan tol dan sejenisnya dengan kriteria yang harus dipenuhi agar dapat dijadikan sampel penelitian, yaitu memiliki *debt covenant* dari utang jangka panjang pada 2016--2018. Kriteria tersebut harus dipenuhi agar variabel *debt covenant violation* dapat diukur, yaitu dengan cara menghitung rata-rata jumlah rasio keuangan yang tidak sesuai dengan *debt covenant* dari setiap perusahaan.

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis statistika deskriptif dan analisis regresi data panel. Analisis statistika deskriptif dilakukan dengan menggunakan Microsoft Excel dan analisis regresi data panel dilakukan dengan menggunakan *software* Eviews.

Menurut Gujarati dan Porter (2009), analisis regresi dilakukan untuk mengestimasi atau memprediksi nilai rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui. Maka, model regresi dalam penelitian ini adalah

$$DCV_i = c + \beta_1 CRV_i - \beta_2 ROA_i - \beta_3 EQ_i + e_i$$

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel. Analisis regresi data panel dilakukan dengan menggunakan *software* Eviews. Namun, perlu ditentukan terlebih dahulu metode analisis data yang akan digunakan.

Terdapat dua langkah untuk menentukan metode analisis data yang akan digunakan. Pertama, menggunakan *heterogeneity test (redundant fixed effects test)* untuk membandingkan estimator mana yang lebih baik antara *pooled OLS estimator* dan *fixed effects estimator*. Hipotesis yang diuji untuk *redundant fixed effects test* adalah

$$H_0 : \beta_{1i} = \beta_{1j} \text{ for all } i, j, i \neq j \text{ (tidak ada heterogenitas pada intersep)}$$

$$H_1 : \beta_{1i} \neq \beta_{1j} \text{ } i \neq j \text{ (ada heterogenitas pada intersep)}$$

$$\alpha = 0.1$$

$$X_{stat}^2 \sim X_{\alpha, df}^2$$

Tolak H_0 jika $p\text{-value} < \alpha$

Jika H_0 ditolak, ada cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa ada heterogenitas pada intersep dan estimator *fixed effects* lebih baik daripada *pooled OLS estimator*.

Kedua, membandingkan *fixed effects estimator* dengan *random effects estimator*. Pengujian ini dapat dilakukan melalui *Hausman Test* untuk mengetahui apakah ada korelasi antara regresor dan variabel *time-invariant*. Hipotesis tes ini adalah

$$H_0 : \text{corr}(X_{it}, e_{it}) = 0 \text{ (regresor tidak berkorelasi dengan variabel } \textit{time-invariant} \text{ pada error)}$$

$$H_1 : \text{corr}(X_{it}, e_{it}) \neq 0 \text{ (regresor berkorelasi dengan variabel } \textit{time-invariant error})$$

$$\alpha = 0.1$$

$$X_{stat}^2 \sim X_{\alpha, df}^2$$

Tolak H_0 jika $p\text{-value} < \alpha$

Jika H_0 ditolak, ada cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa regresor berkorelasi dengan variabel *time-invariant* dan *fixed effects estimator* lebih baik daripada *random effects estimator*.

Setelah menentukan metode analisis regresi data panel, dilakukan uji signifikansi parameter secara individu (*t-test*) dan serentak (*f-test*) serta menginterpretasikan koefisien determinasi (*R-squared*) untuk melihat seberapa tepat persamaan regresi sampel mengestimasi nilai populasi (Ghozali, 2001). *R-*

squared memiliki rentang nilai 0 sampai 1. Semakin nilainya mendekati 1, maka kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen semakin tinggi.

T-test digunakan untuk menguji apakah masing-masing variabel independen berpengaruh pada variabel dependen. Untuk itu, hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$H_0: \beta_1 \leq 0$ berarti *current ratio volatility* tidak berpengaruh positif pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

$H_1: \beta_1 > 0$ berarti *current ratio volatility* berpengaruh positif pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

$H_0: \beta_2 \leq 0$ berarti *return on assets* tidak berpengaruh negatif pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

$H_2: \beta_2 > 0$ berarti *return on assets* berpengaruh negatif pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

$H_0: \beta_3 \leq 0$ berarti *earnings quality* tidak berpengaruh negatif pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

$H_3: \beta_3 > 0$ berarti *earnings quality* berpengaruh negatif pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

Dari hipotesis di atas, kriteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut.

1. Jika $p\text{-value} < \alpha$, H_0 ditolak.
2. Jika $p\text{-value} \geq \alpha$, H_0 tidak ditolak.

F-test digunakan untuk menguji apakah variabel-variabel independen berpengaruh pada variabel dependen secara serentak. Untuk itu, hipotesis yang akan diuji adalah

$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3$ berarti semua variabel independen tidak berpengaruh secara serentak pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3$ berarti semua variabel independen berpengaruh secara serentak pada kecenderungan perusahaan untuk melanggar *debt covenant*.

Dari hipotesis di atas, kriteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

1. Jika $p\text{-value} < \alpha$, H_0 ditolak.
2. Jika $p\text{-value} \geq \alpha$, H_0 tidak ditolak.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Seperti yang telah diuraikan di atas bahwa objek penelitian ini adalah perusahaan yang berasal dari subsektor properti dan real estat, konstruksi bangunan, serta jalan tol dan sejenisnya serta harus memiliki *debt covenant* dari utang jangka panjang pada tahun 2016—2018. Dari kriteria ini, penulis mendapatkan lima perusahaan untuk dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Dari lima sampel yang telah ditentukan, rasio-rasio keuangan (*current ratio*, *debt to equity ratio*, dan *interest coverage ratio*) yang merupakan syarat dan ketentuan yang terdapat dalam *debt covenant* digunakan untuk menghitung *debt covenant violation* dari setiap *debtholder*. Kemudian, hasil penghitungan tersebut digunakan sebagai dasar untuk melakukan analisis statistika deskriptif dan analisis regresi data panel.

Analisis Statistika Deskriptif

Berikut analisis statistika deskriptif (Tabel 1) terhadap variabel-variabel dari lima perusahaan (*debtholder*) yang diuji dalam penelitian ini:

Tabel 1. Analisis Statistika Deskriptif

Variabel	N	Mean	Standar Deviasi	Nilai Maksimum	Nilai Minimum
DCV	60	0,18	0,19	0,50	0,00
CRV	60	0,17	0,11	0,43	0,04
ROA	60	0,04	0,02	0,08	0,01
EQ	60	-1,35	3,89	3,38	-22,45

Dari Tabel 1, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini menggunakan enam puluh sampel. Dengan menggunakan data kuartalan dari lima objek penelitian selama tahun 2016—2018, diperoleh DCV dengan nilai minimum 0,00 yang menunjukkan bahwa ada objek penelitian yang sama sekali tidak melanggar perjanjian utang yang tertulis dalam laporan keuangan pada waktu tertentu. Jarak yang cukup jauh antara nilai maksimum dan nilai minimum membuat CRV memiliki standar deviasi yang cukup tinggi.

Dari data di atas, *mean* dari ROA menunjukkan bahwa objek penelitian yang digunakan cenderung memiliki kinerja keuangan yang rendah. Untuk EQ, unsur-unsur statistika deskriptif menunjukkan perbedaan kualitas laba yang cenderung drastis antarobjek penelitian dan secara rata-rata objek penelitian memiliki kualitas laba yang negatif.

Metode analisis data ditentukan melalui *output redundant fixed effects test* (Gambar 3) dan *ouput Hausman Test* (Gambar 4) sebagai berikut:

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: FE

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	24.719161	(4,52)	0.0000
Cross-section Chi-square	63.913131	4	0.0000

Gambar 3. *Redundant Fixed Effects Test*

Dari *output* di atas, dapat dilihat bahwa *Prob. Cross-section Chi-square (p-value) < 0,1* sehingga H_0 ditolak. Artinya, ada cukup bukti bahwa ada *heterogeneity* pada intersep, dan dapat disimpulkan bahwa *fixed effects estimator* lebih baik daripada *pooled OLS estimator*.

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: RANDOM

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	24.462420	3	0.0000

Gambar 4. *Hausman Test*

Dari *output* di atas, dapat dilihat bahwa *Prob. Cross-section random < 0,1* sehingga H_0 ditolak. Artinya, ada cukup bukti untuk menyimpulkan bahwa regresor berkorelasi dengan variabel *time-invariant* pada *error*, dan dapat

disimpulkan bahwa *fixed effects estimator* masih lebih baik daripada *random effects estimator*. Dengan demikian, metode analisis data yang digunakan adalah *fixed effects estimator*, dengan hasil estimasi untuk persamaan regresi sebagai berikut (Gambar 5):

Dependent Variable: DCV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 10/19/19 Time: 15:06
 Sample: 2016Q1 2018Q4
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 5
 Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.286929	0.059691	4.806878	0.0000
CRV	-0.358431	0.281518	-1.273208	0.2086
ROA	-1.059024	0.815599	-1.298461	0.1999
EQ	0.001394	0.004891	0.284925	0.7768

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.708629	Mean dependent var	0.183333
Adjusted R-squared	0.669406	S.D. dependent var	0.193831
S.E. of regression	0.111448	Akaike info criterion	-1.426955
Sum squared resid	0.645872	Schwarz criterion	-1.147710
Log likelihood	50.80866	Hannan-Quinn criter.	-1.317727
F-statistic	18.06669	Durbin-Watson stat	1.728131
Prob(F-statistic)	0.000000		

Gambar 5. *Output* Eviews

Berdasarkan *output* di atas, persamaan regresi penelitian ini adalah

$$DCV_i = 0,286929 - 0,358431 CRV_i - 1,059024 ROA_i + 0,001394 EQ_i + e_i$$

Selanjutnya, dilakukan penilaian *goodness of fit* untuk melihat seberapa baik persamaan regresi sampel di atas mengestimasi nilai populasi. Penilaian tersebut dilakukan dengan menguji parameter secara individual (*t-test*) dan serentak (*f-test*) serta melihat koefisien determinasi (*R-squared*).

Berdasarkan *output* Eviews yang digunakan untuk menganalisis statistika regresi, dapat disimpulkan bahwa *P-value* dari variabel CRV yang dapat digunakan dalam *one-tailed test* adalah 0,1043. *P-value* sebesar 0,1043 menunjukkan bahwa CRV tidak berpengaruh signifikan pada DCV karena *p-value* lebih besar dari α (0,1). Koefisien regresi CRV adalah -0,358431, artinya CRV berpengaruh negatif pada DCV. Dengan demikian, berdasarkan *output* Eviews dapat dinyatakan bahwa CRV berpengaruh negatif pada DCV, tetapi tidak signifikan.

P-value dari variabel ROA sebesar 0,1999 dan merupakan *p-value* untuk *two-tailed test*. *P-value* yang dapat digunakan dalam *one-tailed test* adalah 0,09995. *P-value* sebesar 0,09995 menunjukkan bahwa ROA berpengaruh signifikan pada DCV karena *p-value* lebih kecil dari α (0,1). Koefisien regresi ROA adalah -1,059024, artinya ROA berpengaruh negatif pada DCV. Dengan demikian, berdasarkan *output* Eviews di atas, dapat dinyatakan bahwa ROA berpengaruh negatif signifikan pada DCV. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Dichev & Skinner (2002) dan juga kasus kebangkrutan Nyonya Meneer (2017) yang membuktikan bahwa rendahnya *profitability* (dalam penelitian ini adalah *return on assets*) merupakan salah satu ciri *debtholder* yang memiliki kecenderungan untuk melanggar *debt covenant*.

P-value dari *output* Eviews untuk variabel EQ adalah sebesar 0,7768 dan merupakan *p-value* untuk *two-tailed test*. *P-value* yang dapat digunakan dalam *one-tailed test* adalah 0,3884. *P-value* sebesar 0,3884 menunjukkan bahwa EQ tidak berpengaruh signifikan pada DCV karena *p-value* lebih besar dari α (0,1). Koefisien regresi EQ adalah 0,001394, artinya EQ berpengaruh positif pada DCV. Dengan demikian, berdasarkan *output* Eviews dapat dinyatakan bahwa EQ berpengaruh positif pada DCV, tetapi tidak signifikan.

Nilai Prob(F-statistic) (*p-value*) pada *output* Eviews sebesar 0,0000. Dari hasil tersebut dapat dilihat bahwa *p-value* memiliki nilai lebih kecil dari α (0,1), sehingga dapat diputuskan bahwa tingkat keyakinan 90% ada cukup bukti bahwa seluruh variabel independen berpengaruh secara serentak terhadap variabel dependen.

Untuk *R-squared*, hasil *output* Eviews menunjukkan bahwa 70,8629% variasi dari variabel dependen dijelaskan oleh variabel independen pada persamaan regresi. Sebesar 29,1371% variasi dari variabel dependen dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya.

Pembahasan

Dari penelitian ini, penulis tidak dapat menerima hasil analisis terhadap variabel CRV karena tidak sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Dichev dan Skinner (2002). Walaupun pada kasus kebangkrutan Sariwangi tahun 2018 menunjukkan bahwa semakin tinggi *current ratio volatility* dari *debtholder*, semakin tinggi potensi kebangkrutan *debtholder* yang berkemungkinan disertai dengan *debt covenant violation*. Atas dasar hasil analisis yang berlawanan tersebut, penulis berpendapat bahwa hal tersebut tidak dapat digeneralisasi karena keterbatasan jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini dan pemilihan periode analisis yang pendek (hanya tiga tahun) untuk menganalisis pengaruh *current ratio volatility* terhadap *debt covenant violation* atas utang jangka panjang dari *debtholder* masing-masing.

Hasil analisis terhadap variabel ROA sejalan dengan argumen penulis dan studi yang telah dilakukan oleh Dichev dan Skinner (2002) dan juga kasus kebangkrutan Nyonya Meneer (2017) yang membuktikan bahwa rendahnya *profitability* (dalam penelitian ini adalah *return on assets*) merupakan salah satu ciri *debtholder* yang memiliki kecenderungan untuk melanggar *debt covenant*.

Untuk variabel EQ, penulis tidak dapat menerima hasil analisis karena hasil tersebut berlawanan dengan argumen penulis dan Li, Abeysekera, dan Ma (2011) yang berpendapat bahwa semakin rendah *earnings quality* dari *debtholder*, semakin tinggi potensi kebangkrutan *debtholder* yang kemungkinan disertai dengan *debt covenant violation*. Atas dasar hasil analisis yang berlawanan

tersebut, penulis berpendapat bahwa peristiwa terjadi karena diduga ada upaya *debtholder* untuk mempercantik laporan keuangan perusahaan (*window dressing*) saat menjelang akhir tahun untuk mendapatkan kepercayaan dari para calon kreditur (*debt-investor*). Dugaan itu sejalan dengan pendapat Lubis, Sinaga, dan Sasongko (2017) yang mengatakan bahwa perusahaan dengan hasil laporan keuangan yang baik akan lebih menarik dan menumbuhkan kepercayaan bagi para investor.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menyimpulkan bahwa *current ratio volatility* dan *earnings quality* tidak berpengaruh, sedangkan *return on assets* berpengaruh negatif signifikan pada *debt covenant violation* pada perusahaan konstruksi dan properti di BEI. Hasil analisis untuk *current ratio volatility* dan *earnings quality* dalam penelitian ini tidak sejalan dengan temuan penelitian Dichev dan Skinner (2002) dan Li, Abeysekera, dan Ma (2011). Dengan demikian, penulis berpendapat simpulan ini tidak dapat digeneralisasi untuk semua perusahaan yang berada pada subsektor tersebut sebab penggunaan sampel yang sedikit dan periode waktu yang kurang panjang (hanya tiga tahun) untuk menguji pelanggaran perjanjian utang jangka panjang. Atas hasil analisis *return on assets* penelitian ini diperoleh temuan bahwa semakin rendah *return on assets* potensi *debtholder* untuk melanggar *debt covenant* semakin naik. Peristiwa itu sejalan dengan kasus kebangkrutan Nyonya Meneer pada tahun 2017 yang menunjukkan bahwa rendahnya kinerja keuangan menjadi salah satu sinyal bahwa *debtholder* memiliki kecenderungan untuk melanggar *debt covenant* dan akhirnya mengalami kebangkrutan.

Saran

Beberapa saran dari penulis kepada kreditur adalah a) kreditur sebaiknya menganalisis terlebih dahulu kinerja keuangan *debtholder* sebelum memberikan pinjaman, b) adanya pertimbangan untuk menambah batasan aksi korporasi tertentu dalam *debt covenant* yang berkaitan dengan *cash flow* dari *debtholder*,

seperti membatasi jumlah dividen yang akan dibagikan *debtholder* atau membatasi jumlah utang yang boleh diterbitkan, dan c) apabila diperlukan, kreditur dapat mengingatkan kembali isi *debt covenant* kepada *debtholder* dengan tujuan *debtholder* dapat selalu konsisten untuk mempertahankan kinerja sesuai dengan syarat dan ketentuan yang tercantum dalam *debt covenant*. Hal tersebut bertujuan memperkecil kemungkinan *debtholder* gagal membayar kembali keseluruhan pinjaman serta mengurangi potensi kerugian akibat wanprestasi *debtholder*. Untuk *debtholder*, demi menjaga *image* baik dan meminimalisasi potensi kebangkrutan yang disertai dengan *debt covenant violation* karena gagal memenuhi seluruh kewajiban kepada kreditur, *debtholder* disarankan untuk menaati *debt covenant* serta mempertahankan tingkat *liquidity*, *profitability*, dan *earnings quality*.

Bagi peneliti berikutnya, selain menggunakan rasio keuangan *debtholder*, sebaiknya memerhatikan aspek-aspek lain, seperti a) jenis utang yang dimiliki (utang kepada kreditur asing/ kreditur lokal) dan b) perilaku manajemen *debtholder* yang akan diteliti. Selain itu, perlu ada perbaikan terkait dengan sampel penelitian yang lebih luas, seperti a) memperpanjang jangka waktu yang penelitian, b) menambah jumlah sampel dengan mengurangi batasan sektor yang dijadikan sebagai dasar dalam menentukan objek penelitian, dan c) kemungkinan penggunaan regresi logistik dalam melakukan analisis regresi, yaitu *debt covenant violation* yang diukur dengan *dummy variable*.

DAFTAR PUSTAKA

- Aghion, P., & Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. *The Review of Economic Studies*, 59(3), 473-494.
- An, Y. (2017). Measuring earnings quality over time. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 82-87.
- Ashraf, S., Félix, E. S., & Serrasqueiro, Z. (2019). Do traditional financial distress prediction models predict the early warning signs of financial distress? *Journal of Risk and Financial Management*, 55(12), 1-17.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 207-242

- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The structure and pricing of corporate debt covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 1-37.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Fundamentals of financial management*. Iowa, United States: Thomson Higher Education.
- CNN Indonesia. (2018). *A time warner company*. Retrieved from CNN Indonesia: <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20181018060036-92-339361/terlilit-utang-menahun-sariwangi-dinyatakan-pailit>. Oktober 18.
- CNN Indonesia. (2018). *A time warner company*. Retrieved from CNN Indonesia: <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20181019143128-92-339804/matinya-sariwangi-dan-nyonya-meneer-tergerus-globalisasi>. Oktober 20.
- Daly, K. (2011). An overview of the determinants of financial volatility: An explanation of measuring techniques. *Modern Applied Science*, 5(5).
- Dechow, P.M., Schrand, C.M. (2004). Earnings quality. *The Research Foundation of CFA Institute*.
- DeFond, M., Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145–176.
- Demerjian, P. R. (2016). Uncertainty and debt covenants. *Review of Journal Accounting Studies*, 22, 1156-1197.
- Demerjian, P. R., & Owens, E. L. (2015). Measuring the probability of financial covenant violation in private debt contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 61(3), 433-447.
- Dewatripont, M., & Tirole, J. (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence. *Journal of Economics*, 109(4), 1027-1054.
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Duke, J., Hunt, H. (1990). An empirical examination of debt covenant restrictions and accountingrelated debt proxies. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 45–63.
- Ghozali, I. (2001). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gu, Y., Mao, C. X., & Tian, X. (2017). Bank interventions and firm innovation: Evidence from debt covenant violations. *Journal of Law and Economics*, 637-671.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th Ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Karnadi, E. B. (2017). *Panduan eviews untuk ekonometrika dasar*. Jakarta: PT Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Knight, F. H. (1921). Risk, uncertainty and profit. *Quarterly Journal of Economics*, 36(4), 682-690.
- Lavinda, C. (2017). *A time warner company*. Retrieved from CNN Indonesia: <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20170904195610-92-239398/tagihan-utang-nyonya-meneer-capai-rp-252-miliar>. September 4.
- Li, F., Abeysekera, I. & Ma, S. (2011). Earnings management and the effect of earnings quality in relation to stress level and bankruptcy level of Chinese listed firms. *Corporate Ownership and Control*, 9(1), 366-391.
- Lubis, I. L., Sinaga, B. M., & Sasongko, H. (2017). Pengaruh profitabilitas, struktur modal, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen*, 3(3), 458-465.
- Mariano, B., & Tribo, J. A. (2014). Creditor intervention, investment, and growth opportunities. *Journal of Financial Services Research*, 47, 203-228.
- Media Indonesia. (2018). *Media group*. Retrieved from [mediaindonesia.com: https://mediaindonesia.com/read/detail/169809-inflasi-sebabkan-daya-beli-masyarakat-memburuk](https://mediaindonesia.com/read/detail/169809-inflasi-sebabkan-daya-beli-masyarakat-memburuk). Juli 3.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2009). Creditor control rights and firm investment policy. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 400-420.
- Nurdin, N. (2017). *Kompas gramedia digital group*. Retrieved from [KOMPAS.com: https://ekonomi.kompas.com/read/2017/08/04/165429526/tak-mampu-bayar-utang-pabrik-jamu-nyonya-meneer-dinyatakan-pailit](https://ekonomi.kompas.com/read/2017/08/04/165429526/tak-mampu-bayar-utang-pabrik-jamu-nyonya-meneer-dinyatakan-pailit). Agustus 4.
- Press, E., Weintrop, J. (1990). Accounting-based constraints in public and private debt agreements: Their association with leverage and impact on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 65-95.

- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Lim, J., & Tan, R. (2016). *Fundamentals of corporate finance* (2nd ed.). New York, United States: McGraw-Hill Education.
- Scott, R. W. (1997). *Financial accounting theory*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Sugianto, D. (2018). *Detikfinance*. Retrieved from detik.com: <https://finance.detik.com/industri/d-4262474/kenapa-sariwangi-bisa-pailit>. Oktober 18.
- Watts, R., Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27, 19-44.