

ISSN : 1412-0502



**JURNAL
EKONOMI
JANAVISI**



Volume 10, No. 3b Desember 2007

**KEPUTUSAN MANAJEMEN DAN TRANSFER KEKAYAAN ANTARA
PEMEGANG SAHAM DAN PEMEGANG OBLIGASI**
Lukas Purwoto

**KERJASAMA MANAJEMEN DENGAN KARYAWAN
DALAM HUBUNGAN INDUSTRIAL**
GD. Wayan Darmadi

**ANALISIS PERBEDAAN KAPABILITAS INOVASI PADA UKM PERAK
DI YOGYAKARTA**
Titik Kusmantini

KONSEP GLOCALIZATION DAN USAHA KECIL MENENGAH
Yanuar Saksono

**STRATEGI PENCIPTAAN WIRAUSAHA (PENGUSAHA)
KECIL DAN MENENGAH YANG TANGGUH**
Harimurti Prawiroharjo

**SELUK BELUK INVESTASI PADA
OBLIGASI NEGARA RITEL**
Sri Yuli Waryati

**CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DAN PENGARUHNYA PADA
GOOD CORPORATE IMAGE**
Kinorika Dewi

ALTERNATIF STRATEGI POSITIONING JASA
Bimo Harnaji

**PENGAJIAN DAN PENGEMBANGAN EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS JANABADRA
YOGYAKARTA**

JURNAL EKONOMI

JANAVISI

Jurnal Ekonomi JANAVISI diterbitkan 3 kali setahun oleh Pengkajian dan Pengembangan Ekonomi (PPE) Fakultas Ekonomi Universitas Janabadra Yogyakarta

Pelindung

Drs. I Ketut Mangku, M.Si.
Dekan Fakultas Ekonomi

Penanggungjawab

Burhanudin, SE., M.Si.
Ketua PPE

Pimpinan Redaksi

Yuwono, SE., M.Si.
Kepala Unit Penerbitan

Dewan Redaksi

Drs. M. Suparmoko, MA., Ph.D.
Prof. (EM) Soedjito Sosrodihardjo, SH.,MA.
Drs. Wisnuadji, MA
Drs. H. Hamrolie Harun, M. Sc.
Drs. Sunardi, M.Si.,Akt.

Sekretaris Redaksi

Arif Failasufuddien, SE. M.Si.
Evi Gravitiani, SE., M.Si.

Humas

Drs. Danang Wahyudi, M.Si.
Dra. Kartinah, M.Si.
Rini Raharti, SE. M.Si.
Mayulinda A. Elim, SE.

Alamat

Jl. Tentara Rakyat Mataram 55-57 Yogyakarta 55231
Telp./ Fax. (0274) 561039, 517251

JURNAL EKONOMI JANAVISI

Vol. 10, No. 3b, Desember 2007

DAFTAR ISI

JUDUL	NAMA	HAL
Keputusan Manajemen dan Transfer Kekayaan Antara Pemegang Saham dan Pemegang Obligasi	Lukas Purwoto	305-316
Kerjasama Manajemen Dengan Karyawan Dalam Hubungan Industrial	GD. Wayan Darmadi	317-327
Analisis Perbedaan Kapabilitas Inovasi Pada UKM Perak di Yogyakarta	Titik Kusmantini	328-341
Konsep Glocalization Dan Usaha Kecil Menengah	Yanuar Saksono	342-350
Strategi Penciptaan Wirausaha (Pengusaha) Kecil Dan Menengah Yang Tangguh	Harimurti Prawirohardjo	351-358
Seluk Beluk Investasi Pada Obligasi Negara Ritel	Sri Yuli Waryati	359-368
<i>Corporate Social Responsibility</i> Dan Pengaruhnya Pada <i>Good Corporate Image</i>	Kinorika Dewi	369-383
Alternatif Strategi <i>Positioning</i> Jasa	Bimo Harnaji	384-396

TUNTUNAN PENULIS

- Topik dalam jurnal ini, tentang gagasan konseptual, hasil penelitian, kajian dan aplikasi teori serta tinjauan kepustakaan
- Naskah belum pernah dimuat dalam media cetak lain.
- Naskah diketik dengan spasi rangkap pada kertas kwarto (panjang 11 - 19 Halaman) dalam bentuk ketikan pada disket komputer (program page maker, Minimal MS. Word), beserta hasil cetakan pada kertas sejumlah 2 eksemplar dan diserahkan paling lambat 45 hari Sebelum penerbitan.
- Hasil penelitian ditulis dengan sistematika : judul, nama peneliti, abstrak kata-kata kunci, pendahuluan, metode penelitian, pembahasan, kesimpulan dan saran, dan daftar pustaka serta biodata.
- Naskah ditulis dengan sistematika : abstrak (50 - 150 kata), kata-kata kunci , nama penulis, pendahuluan, pembahasan, kesimpulan dan saran dan daftar pustaka serta biodata.
- Daftar pustaka disajikan, disusun secara alfabetis dan kronologis.
- Redaksi berhak merubah penulisan dan isi sepanjang tidak merubah substansi berkaitan dengan topiknya.

KEPUTUSAN MANAJEMEN DAN TRANSFER KEKAYAAN ANTARA PEMEGANG SAHAM DAN PEMEGANG OBLIGASI

Lukas Purwoto

Abstrak

Teori keagenan, yang mengidentifikasi konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi, memunculkan hipotesis transfer kekayaan. Artikel ini meninjau studi empiris terdahulu yang menguji hipotesis transfer kekayaan pada enam pengumuman: perubahan struktur modal melalui *exchange offer*, dividen tunai, pembelian kembali saham, merger dan akuisisi, *spin-offs*, dan opsi saham eksekutif. Kebanyakan studi mendasarkan pada metodologi studi peristiwa, masih menghasilkan ketidaksepakatan, dan menyediakan peluang namun terbatas bagi studi lanjut di pasar modal Indonesia.

Kata kunci: hipotesis transfer kekayaan, keputusan manajemen.

A. Pendahuluan

Salah satu pondasi bangunan fundamental dalam teori keuangan modern dalam perusahaan adalah teori keagenan yang menganalisis konflik yang terjadi dalam hubungan kontrak. Teori keagenan, yang dikembangkan oleh Jensen dan Mekling (1976, 1986), mengidentifikasi dua jenis konflik, yaitu antara pemegang saham dan manajer serta antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Konflik keagenan antara pemegang ekuitas dan pemegang hutang terjadi karena pemegang saham dapat mensubstitusi aset berisiko tinggi dari yang berisiko rendah sehingga menurunkan nilai pemegang hutang untuk manfaat pemegang saham.

Adanya konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi memunculkan hipotesis transfer kekayaan. Hipotesis transfer kekayaan memprediksi adanya perubahan nilai yang berkebalikan secara seimbang antar kelas sekuritas yang berbeda dan tidak mengubah nilai perusahaan. Dengan kata lain, hipotesis transfer kekayaan menyatakan bahwa aksi manajemen dapat menimbulkan perpindahan kekayaan antara pemegang ekuitas dan pemegang hutang. Dalam banyak peristiwa yang terjadi, keputusan manajerial untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dapat mengambil alih kekayaan pemegang obligasi. Artikel ini membahas konflik antara pemegang ekuitas dan

pemegang hutang yang dapat timbul dari keputusan manajemen. Secara khusus, artikel ini meninjau studi-studi empiris terdahulu yang menguji hipotesis transfer kekayaan antara pemegang saham dan pemegang obligasi pada berbagai peristiwa dalam perusahaan.

B. Transfer Kekayaan Pada Perubahan Struktur Modal

Istilah struktur modal menunjuk pada kombinasi relatif dari hutang dan ekuitas dalam struktur finansial jangka panjang perusahaan. Dalam dunia pasar modal yang sempurna, Modigliani dan Miller (1985, dalam Megginson, 1997) menunjukkan bahwa nilai perusahaan adalah independen dengan struktur modalnya. Lalu apa yang mungkin dapat membuat struktur modal menjadi relevan? Teori keagenan menunjukkan bahwa biaya keagenan menentukan struktur modal dan sekaligus juga dapat menjelaskan struktur modal optimal tanpa mendasarkan pada adanya pajak dan biaya kebangkrutan (Copeland dan Weston, 1992).

Perubahan struktur modal dapat memunculkan transfer kekayaan ketika ada keterbatasan dalam *covenant* (Masulis, 1980). Sekuritas hutang diterbitkan perusahaan disertai secara eksplisit mengenai persyaratan dan kewajiban kontrak yang secara kolektif disebut sebagai *bond covenant*. Menurut hipotesis transfer kekayaan, peningkatan hutang yang tidak terantisipasi melalui *exchange offer* pada hutang untuk ekuitas membuat hutang beredar menjadi lebih berisiko (Cornett dan Travlos, 1999). Hasilnya adalah transfer kekayaan dari pemegang obligasi ke pemegang saham.

Tabel 1 pada panel A memperlihatkan prediksi hipotesis transfer kekayaan pada pengumuman *exchange offer* pada hutang untuk ekuitas dan ekuitas untuk hutang. Pada panel B, studi empiris Masulis (1980) di pasar modal Amerika menemukan return abnormal positif signifikan untuk sekuritas saham biasa dan return abnormal negatif signifikan untuk sekuritas hutang dalam peristiwa pengumuman *exchange offer* pada hutang untuk ekuitas. Ditambah temuan-temuan lainnya, hal ini mengarahkannya untuk mendukung hipotesis transfer kekayaan.

Namun pada panel C dan D, studi empiris terakhir oleh Cornett dan Travlos (1999) yang juga di pasar modal Amerika menemukan adanya perubahan nilai dalam arah yang sejenis pada sekuritas hutang maupun obligasi. *Exchange offer* pada hutang untuk ekuitas meningkatkan keduanya baik harga saham maupun obligasi, sedangkan *exchange offer* pada ekuitas untuk hutang menurunkan keduanya. Dengan demikian, tidak terjadi adanya perubahan nilai yang berkebalikan antara sekuritas ekuitas dan hutang. Temuan ini mengarahkannya untuk tidak mendukung hipotesis transfer kekayaan.

Tabel 1. Prediksi Hipotesis Transfer Kekayaan dan Hasil Studi Empiris Terdahulu pada Pengumuman Perubahan Struktur Modal			
		Saham Biasa	Obligasi
Panel A. Prediksi perubahan nilai			
Hutang untuk Ekuitas	+	-	
Ekuitas untuk Hutang	-	+	
Panel B. Hasil Studi Masulis (1980), Penawaran Hutang untuk Ekuitas			
Jendela peristiwa	[0,1] hari	[0,1] hari	
Ukuran sampel	85	49	
Positif:Negatif	73%:27% pada hari 0 61%:39% pada hari 1	33%:67% pada hari 0 49%:51% pada hari 1	
Perubahan kekayaan	9,79%***	-0,29%***	
Metodologi return	Mean-adjusted return	Mean-adjusted return	
Panel B. Hasil Studi Cornett dan Travlos (1989), Penawaran Hutang untuk Ekuitas			
Jendela peristiwa	[0] hari	[0] hari	
Ukuran sampel	35	10	
Positif:Negatif	23:12	3:3	
Perubahan kekayaan	2,81***	0,11%	
Metodologi return	Market model	Mean-adjusted return	
Panel B. Hasil Studi Cornett dan Travlos (1989), Penawaran Ekuitas untuk Hutang			
Jendela peristiwa	[0] hari	[0] hari	
Ukuran sampel	106	40	
Positif:Negatif	34:72	15:25	
Perubahan kekayaan	-0,96***	-0,48%***	
Metodologi return	Market model	Mean-adjusted return	

C. Transfer Kekayaan Pada Dividen Tunai

Kebijakan dividen telah lama menjadi perhatian para peneliti finansial. Modigliani dan Miller (1961, dalam Megginson, 1997) menganalisis kebijakan dividen dengan mengasumsikan dunia dengan pasar modal sempurna dan kepastian sempurna. Pasar modal sempurna ditunjukkan oleh tidak adanya pajak dan biaya transaksi. Kepastian sempurna ditunjukkan bahwa setiap investor mempunyai jaminan komplit seperti program investasi mendatang dan laba mendatang; oleh karenanya semua perusahaan menerbitkan hanya menerbitkan satu jenis sekuritas tunggal yaitu saham biasa. Selama kebijakan investasi adalah tetap, maka kebijakan dividen adalah tidak relevan karena tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Selama hanya pemegang saham

yang berhak atas arus kas perusahaan, maka tujuan memaksimalkan nilai perusahaan adalah sama dengan memaksimalkan nilai pemegang saham.

Akan tetapi satu kelompok penting yang juga membentuk perusahaan adalah pemegang obligasi selain pemegang saham dan teori keagenan telah menunjukkan bahwa konflik muncul dalam kelompok yang berbeda kepentingan ini. Kalay (1982) menjelaskan bahwa pemegang saham dimungkinkan untuk mengusahakan transfer kekayaan dari pemegang obligasi melalui dua mekanisme. Pertama, pemegang saham dapat mengurangi investasi yang direncanakan atau menghabiskan aset yang ada dan kemudian membayarkan pengeluaran yang ditahannya sebagai dividen. Kedua, pemegang saham dapat mencari dana dengan hutang dan membayarkan penerimaannya sebagai dividen sehingga meningkatkan risiko obligasi. Jika kedua mekanisme pembayaran dividen, yang didanai dengan investasi atau hutang, tidak diantisipasi oleh pemegang obligasi, maka kekayaan pemegang obligasi akan ditransfer ke pemegang saham.

Tabel 2 pada panel A memperlihatkan prediksi hipotesis transfer kekayaan mengenai perubahan nilai sekuritas dalam peristiwa pengumuman dividen tunai. Sedangkan hasil studi Dhillon dan Johnson (1994) di pasar modal Amerika Serikat diperlihatkan pada panel B untuk pengumuman dividen meningkat dan pada panel C untuk pengumuman dividen menurun. Hasil-hasil menunjukkan bahwa reaksi pasar saham terhadap pengumuman dividen umumnya adalah berkebalikan dengan reaksi pasar obligasi. Secara spesifik, pasar saham bereaksi positif dan pasar obligasi bereaksi negatif terhadap kenaikan dividen; konsisten dengan hipotesis transfer kekayaan. Sedangkan untuk penurunan dividen, pasar saham bereaksi negatif dan pasar obligasi bereaksi positif; juga konsisten dengan hipotesis transfer kekayaan.

Meskipun hasil mendukung hipotesis transfer kekayaan, namun Dhillon dan Johnson (1994) menyimpulkan hal ini tidak menyingkirkan pengaruh *signalling* dari pengumuman dividen di pasar. Pengaruh transfer kekayaan dan *signalling* dari keputusan dividen tunai adalah tidak perlu saling asing. Mengikuti argumentasi Woolridge (1983), meningkatnya (menurunnya) dividen akan menghasilkan peningkatan (penurunan) *leverage*, sementara hal lainnya tetap. Perubahan *leverage* dapat menyebabkan transfer kekayaan antar pemegang sekuritas dalam situasi tidak adanya antisipasi yang mencukupi, seperti halnya sebagai signal information pada investor dalam pasar yang kurang sempurna.

Tabel 2. Prediksi Hipotesis Transfer Kekayaan dan Hasil Studi Empiris terdahulu pada Pengumuman Dividen Tunai		
	Saham Biasa	Obligasi
Panel A. Prediksi perubahan nilai		
Dividen meningkat	+	-
Dividen menurun	-	+
Panel B. Hasil Studi Dhillon dan Johnson (1994), Dividen Meningkatkan		
Jendela peristiwa	[0,1] hari	[0,1] hari
Ukuran sampel	61	61
Positif:Negatif	40:21	28:33
Perubahan kekayaan	0,98%***	-0,37%*
Metodologi return	Mean-adjusted return	Mean-adjusted return
Panel C. Hasil Studi Dhillon dan Johnson (1994), Dividen Menurun		
Jendela peristiwa	[0,1] hari	[0,1] hari
Ukuran sampel	70	70
Positif:Negatif	19:51	39:31
Perubahan kekayaan	-2,01%***	0,69%***
Metodologi return	Mean-adjusted return	Mean-adjusted return

D. Transfer Kekayaan Pada Pembelian Kembali Saham Biasa

Selain melalui dividen kas, perusahaan dapat membagikan kas kepada pemegang saham melalui program pembelian kembali saham biasa. Dalam pembelian kembali saham biasa, perusahaan membagi kas kepada sebagian pemegang saham dengan cara penukaran sejumlah ekuitas yang beredar. Perusahaan dapat membeli kembali sahamnya melalui tiga cara, yaitu *open market*, transaksi yang dinegosiasi secara tertutup, dan *tender offer*. Dalam *open market*, perusahaan yang membeli pada dasarnya identik dengan investor lain yang membeli saham melalui broker. Sedangkan pembelian kembali secara tertutup dilakukan oleh perusahaan melalui negosiasi secara langsung dengan pemegang saham yang biasanya mempunyai kepemilikan besar. Terakhir dalam *tender offer*, perusahaan menetapkan harga berikut jumlah lembar saham yang akan dibeli pada suatu periode waktu tertentu.

Literatur mencatat bahwa program pembelian kembali saham memberikan satu metode alternatif untuk mendistribusikan kas pada pemegang saham yang membutuhkan return likuid atas investasinya, dan secara serentak juga meminimalkan hutang pajak dari pemegang saham yang tidak ikut berpartisipasi namun memperoleh *capital gain* besar yang tidak direalisasikan (Megginson, 1997). Namun pembelian

kembali saham biasa, seperti dividen dan mekanisme *payout* lainnya, mengurangi kas dan aset lain yang tersedia untuk memenuhi kewajiban perusahaan termasuk pembayaran pokok pinjaman dan bunga atas hutang. Jika penurunan kas ini adalah signifikan, probabilitas obligasi default akan meningkat dan kerugian pada pemegang obligasi akan terjadi (Maxwell dan Stephens, 2003). Dengan demikian, pembelian kembali saham yang tidak diantisipasi sebelumnya dapat menyatakan transfer kekayaan dari pengklaim senior perusahaan kepada pemegang saham (Dann, 1981).

Implikasi empiris dari hipotesis transfer kekayaan ini adalah harga saham meningkat dan nilai obligasi menurun. Tabel 3 pada panel A memperlihatkan prediksi hipotesis transfer kekayaan mengenai perubahan nilai sekuritas dalam peristiwa pengumuman pembelian kembali saham biasa. Sedangkan panel B memperlihatkan hasil studi empiris Maxwell dan Stephens (2003) dalam program pembelian kembali melalui *open market* di pasar modal Amerika Serikat. Temuan bahwa return abnormal yang positif signifikan untuk saham dan negatif signifikan untuk obligasi adalah konsisten dengan hipotesis transfer kekayaan. Namun analisis selanjutnya juga menemukan bahwa keseluruhan nilai perusahaan mengalami peningkatan sehingga mereka juga menginterpretasikan temuan dengan lebih dari satu hipotesis seperti saran Dann (1981), yang dalam hal ini diasosiasikan dengan sinyal informasi.

Tabel 3. Prediksi Hipotesis Transfer Kekayaan dan Hasil Studi Empiris terdahulu pada Pengumuman Pembelian Kembali Saham Biasa		
	Saham Biasa	Obligasi
Panel A. Prediksi perubahan nilai		
Pembelian kembali saham	+	-
Panel B. Hasil Studi Maxwell dan Stephens (2003)		
Jendela peristiwa	[0] bulan	[0] bulan
Ukuran sampel	945	945
Positif:Negatif	57%:43%	45%:55%
Perubahan kekayaan	1,265%***	-0,185%***
Metodologi return	Market model	Mean-adjusted return

E. Transfer Kekayaan Pada Merger Dan Akuisisi

Merger dan akuisisi membentuk satu unit ekonomis dari dua atau lebih unit yang sebelumnya. Merger dan akuisisi telah memainkan peran penting dalam pertumbuhan perusahaan. Argumen konvensional merger dan akuisisi adalah adanya manfaat sinergis yang akan meningkatkan nilai perusahaan yang tergabung. Sinergi dihasilkan dari merger mengimplikasikan adanya peningkatan efisiensi (Copeland dan Weston, 1992). Namun teori-teori modern mempertimbangkan bahwa manfaat sinergis sering tidak mencukupi untuk menjustifikasi merger.

Teori keagenan menunjukkan bahwa manajer mempunyai insentif untuk membuat perusahaannya tumbuh berkembang melebihi ukuran optimalnya. Pertumbuhan perusahaan meningkatkan kekuasaan manajer dan mungkin berdampak pada peningkatan kompensasi manajer. Kreditor diketahui akan diuntungkan dari penurunan risiko *default*. Maka jika merger mendorong *co-insurance* atau dimotivasi oleh masalah keagenan manajerial, maka hal ini akan cenderung meningkatkan kekayaan pemegang obligasi. Jika deal tidak menciptakan nilai, maka akan terjadi perpindahan kekayaan dari pemegang saham dari pemegang obligasi (Billet, King, dan Mauer, 2004).

Namun, kompleksitas dalam merger dan akuisisi membuat sulit untuk memprediksi bagaimana pemegang obligasi dipengaruhi oleh aktivitas merger. Restrukturisasi mengubah hubungan kontrak yang terjadi antara pemegang saham dan kreditor melalui perubahan jaminan dan nilai likuidasi. Perubahan dalam risiko aliran kas dapat menguntungkan pemegang saham pada biaya kreditor, dan juga sebaliknya (Renneboog dan Szilagyi, 2006).

Tabel 4 pada panel A memperlihatkan bahwa jika merger menghasilkan transfer kekayaan antara pemegang saham dan pemegang obligasi, maka hubungan negatif terjadi antara perubahan nilai antar keduanya. Hasil studi empiris Billet, King, dan Mauer (2004) di pasar modal Amerika diperlihatkan pada panel B. Mereka menemukan return abnormal yang positif pada obligasi perusahaan target dan return abnormal negatif pada perusahaan pengakuisi. Selanjutnya analisis korelasi mereka menghasilkan koefisien positif signifikan antara return abnormal saham dan obligasi target, dan koefisien negatif tidak signifikan antara return abnormal saham dan obligasi pengakuisisi. Mereka menyimpulkan bahwa tidak ada bukti adanya transfer kekayaan antara pemegang saham dan pemegang obligasi pada perusahaan target ataupun pengakuisisi.

Tabel 4. Prediksi Hipotesis Transfer Kekayaan dan Hasil Studi Empiris Terdahulu pada Pengumuman Merger dan Akuisisi		
	Saham Biasa	Obligasi
Panel A. Prediksi perubahan nilai		
Perusahaan pengakuisisi	+ (atau -)	- (atau +)
Perusahaan target	+ (atau -)	- (atau +)
Panel B. Hasil Studi Billet, King, dan Mauer (2004), perusahaan pengakuisisi		
Jendela peristiwa	[-1,0] bulan	[-1,0] bulan
Ukuran sampel	831	831
Perubahan kekayaan	0,15%	-0,17%***
Metodologi return	Market-adjusted return	Market-adjusted return
Panel C. Hasil Studi Billet, King, dan Mauer (2004), perusahaan target		
Jendela peristiwa	[-1,0] bulan	[-1,0] bulan
Ukuran sampel	265	265
Perubahan kekayaan	22,15%***	1,09%**
Metodologi return	Market-adjusted return	Market-adjusted return

F. Transfer Kekayaan Pada *Spin-Offs*

Dalam restrukturisasi perusahaan dengan maksud memperkecil, *spin-offs* dibedakan dengan divestitur. *Spin-offs* menciptakan entitas legal yang terpisah, yang sahamnya didistribusikan secara pro rata kepada pemegang saham perusahaan induk. Sedangkan divestitur berarti perusahaan menjual sebagian perusahaan kepada pihak luar dan hasil kas atau ekuivalennya diterima oleh perusahaan. Pembeli biasanya adalah perusahaan yang telah ada sehingga tidak ada entitas baru yang tercipta.

Teori-teori merger konvensional mengimplikasikan bahwa $2 + 2$ dapat menjadi lebih besar dari 4. Jika demikian, rasionalitas untuk jenis restrukturisasi lainnya juga bisa $4 - 2$ dapat menjadi lebih dari 2 (Copeland dan Weston, 1992). Berbagai bentuk pengecilan perusahaan dapat dipahami sebagai mengubah aset bisnis untuk penggunaan bernilai lebih tinggi atau digunakan secara lebih efisien.

Spin-offs mengubah hubungan kontrak antar berbagai stakeholders perusahaan, termasuk pemegang saham, pemegang obligasi, dan manajemen. Hal ini berpotensi untuk mengarahkan adanya transfer kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Maxwell dan Rao (2003) mengajukan dua sumber transfer kekayaan dari pemegang obligasi. Pertama, *spin-offs* dapat menghasilkan kehilangan jaminan dan turunnya nilai likuiditas karena aset-aset telah dialihkan ke perusahaan baru tercipta. Kedua, pemegang obligasi dapat menderita kerugian karena hapusnya co-insurance yang disediakan oleh unit operasi ganda yang arus kasnya tidak berkorelasi sangat positif.

Tabel 5 pada panel A memperlihatkan prediksi perubahan nilai pada perusahaan yang mengumumkan *spin-offs*. Sedangkan hasil studi empiris Maxwell dan Rao (2003) diperlihatkan pada panel B. Pemegang saham menderita return abnormal negatif signifikan selama bulan pengumuman *spin-off*, konsisten dengan hipotesis transfer kekayaan. Akan tetapi, nilai agregat dalam ekuitas dan hutang mengalami peningkatan signifikan mengarahkan kesimpulan bahwa hipotesis transfer kekayaan tidaklah komplisit dalam menjelaskan meningkatnya nilai pemegang saham.

Tabel 5. Prediksi Hipotesis Transfer Kekayaan dan Hasil Studi Empiris Terdahulu pada Pengumuman <i>Spin-off</i>		
	Saham Biasa	Obligasi
Panel A. Prediksi perubahan nilai		
Perusahaan induk	+	-
Panel B. Hasil Studi Maxwell dan Rao (2003)		
Jendela peristiwa	[0] bulan	[0] bulan
Ukuran sampel	79	80
Positif:Negatif	62%:38%	32%:68%
Perubahan kekayaan	2,892%***	-0,878%***
Metodologi return	Market model	Market-adjusted return

G. Transfer Kekayaan Pada Opsi Saham Eksekutif

Literatur menunjukkan kebijakan kompensasi dapat didesain untuk menyelesaikan masalah yang menimbulkan biaya keagenan dalam hubungan antara pemegang saham dan manajer (Megginson (1997). Pada tingkatan paling atas dalam perusahaan, kompensasi manajer dapat mengandung komponen opsi saham disamping gaji dan bonus. Opsi saham eksekutif (*executive stock options*) memberikan eksekutif hak untuk membeli saham pada harga tertentu selama sejumlah tahun di masa mendatang.

Opsi saham eksekutif dapat membantu dalam menyekutukan kepentingan antara pemegang saham dan manajer sehingga menurunkan biaya keagenan dan memotivasi manajer untuk membuat keputusan yang lebih baik. Opsi saham eksekutif dapat menjadi cara yang efisien untuk mendorong manajemen dalam mengambil proyek-proyek yang lebih berisiko sehingga transfer kekayaan dari pemegang obligasi ke pemegang saham dapat terjadi (Ortiz-Molina, 2006; DeFusco, Johnson, dan Zorn, 1990).

Tabel 6 pada panel A memperlihatkan prediksi hipotesis transfer kekayaan dalam peristiwa pengumuman rencana opsi saham eksekutif. Sedangkan panel B memperlihatkan hasil studi empiris DeFusco, Johnson, dan Zorn (1990) di pasar modal Amerika. Pasar saham ditemukan bereaksi positif signifikan dan pasar obligasi bereaksi negatif signifikan terhadap peristiwa pengumuman opsi saham eksekutif. Mereka menyimpulkan meningkatnya kekayaan pemegang saham dan menurunnya kekayaan pemegang obligasi adalah konsisten dengan pernyataan bahwa opsi saham eksekutif mendorong transfer kekayaan dari pemegang obligasi ke pemegang saham.

Tabel 6. Prediksi Hipotesis Transfer Kekayaan dan Hasil Studi Empiris Terdahulu pada Pengumuman Rencana Opsi Saham Eksekutif		
	Saham Biasa	Obligasi
Panel A. Prediksi perubahan nilai		
Opsi saham eksekutif	+	-
Panel B. Hasil Studi DeFusco, Johnson, dan Zorn (1990)		
Jendela peristiwa	[0] hari	[-1] hari
Ukuran sampel	107	26
Positif:Negatif	55% positif	10:16
Perubahan kekayaan	0,38*	-0,4015**
Metodologi return	Market-adjusted return	Market-adjusted return

H. Penutup

Teori keagenan menyatakan adanya konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Hipotesis transfer kekayaan memprediksi adanya perubahan nilai yang berkebalikan secara seimbang antar kelas sekuritas yang berbeda dan tidak mengubah nilai perusahaan. Artikel ini meninjau berbagai studi empiris terdahulu yang menguji hipotesis transfer kekayaan pada enam pengumuman dalam perusahaan, yaitu perubahan struktur modal melalui *exchange offer*, dividen tunai, pembelian kembali saham, merger dan akuisisi, *spin-offs*, dan opsi saham eksekutif. Dalam banyak peristiwa, keputusan manajerial untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dapat mengambil alih kekayaan pemegang obligasi.

Tiga poin catatan penutup berikut dikemukakan sebagai kesimpulan dari artikel kajian ini terhadap studi empiris terdahulu yang menguji keberadaan transfer kekayaan. Pertama, kebanyakan studi empiris terdahulu mendasarkan studinya pada metodologi studi peristiwa (*event study*). Penghitungan return abnormal yang berbeda

tidak menjadi persoalan yang mengemuka. Alih-alih studi-studi terakhir menyatakan kelemahan studi sebelumnya pada perlunya ukuran sampel yang cukup besar untuk dapat menemukan bukti empiris. Kedua, studi-studi yang berbeda pada suatu peristiwa yang sama masih menghasilkan ketidaksepakatan. Misalnya dalam peristiwa pengumuman perubahan struktur modal melalui *exchange offer*. Dalam banyak peristiwa lainnya pun masih ditemukan adanya penjelasan gabungan antara hipotesis transfer kekayaan dengan hipotesis lainnya seperti hipotesis *signalling*. Terakhir, studi-studi terdahulu dilakukan pada pasar modal Amerika. Ada perbedaan yang telah lama dipahami, yaitu antara sistem finansial di Amerika yang mendasarkan pada pasar modal dan sistem finansial di negara-negara Asia yang mendasarkan pada bank dan lembaga keuangan lainnya. Hal ini menyediakan peluang studi perbandingan dan uji *robustness* terhadap hasil-hasil yang telah ditemukan di pasar modal Amerika. Namun sayangnya, sulitnya dan sedikitnya data mengenai obligasi akan membatasi kemungkinan studi di pasar modal Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Billett, M., D. King, dan D. Mauer. 2004. Bondholders Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980s and 1990s. *Journal of Finance* 59, 107-135.
- Copeland, T.E. dan J.F. Weston. 1992. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company.
- Cornett, M.M. dan N.G. Travlos. 1999. Information Effects Associated with Debt-for-Equity and Equity-for-Debt Exchange offers. *Journal of Finance* 59, 451-468.
- Dann, L. 1981. Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholder. *Journal of Financial Economics* 9, 113-138.

- DeFusco, R.A., R.R. Johnson, dan T.S. Zorn. 1990. The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. *Journal of Finance* 45, 617-627.
- Dhillon, U.S. dan H. Johnson. 1994. The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices. *Journal of Finance* 49, 281-289.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kalay, A. 1982. Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints. *Journal of Financial Economics* 10, 211-233.
- Masulis, R. 1980. The Effects of Capital Structure on Changes on Security Prices: A Study of Exchange offers. *Journal of Financial Economics* 8, 139-178.
- Maxwell, W.F. dan C.P. Stephens. 2003. The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders. *Journal of Finance* 58, 895-919.
- Maxwell, W.F. dan R.P. Rao. 2003. Do Spin-offs Expropriate Wealth from Bondholders? *Journal of Finance* 58, 2087-2108.
- Meggison, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers, Inc.
- Ortiz-Molina, H. 2006. Top Management Incentives and the Pricing of Corporate Public Debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 317-340.
- Renneboog, L. dan P.G. Szilagyl. 2006. Corporate Restructuring and Bondholder Wealth. Working Paper.
- Woolridge, J.R. 1983. Dividend Changes and Security Prices. *Journal of Finance* 38, 1607-1615.