

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Januari-Juni 2006, Vol. 3, No. 1, pp.25-54

DAMPAK STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM MANAJERIAL PADA RETURNS DAN RISIKO OBLIGASI PERUSAHAAN

Setiyono

*Setiyono adalah staf pengajar Fakultas Ekonomi
Universitas Muhammadiyah Magelang
stynahmad@yahoo.com*

Abstract

The purpose of research is to analyze an impact of managerial stock ownership structure on corporate bond returns. It is assumed that the change in managerial stock ownerships can influence managers' attitudes toward risk. So it is hypothesized that the change in managerial stock ownerships can influence corporate bond returns.

This study suggested that there is a significant impact of managerial ownership structure on corporate bond returns. In 1998 – 1999 time series cross-section of 31 corporate bonds that were listed on Surabaya Stock Exchange, I've found evidence of a significant non-monotonic relationship between managerial stock ownership and corporate bond returns. Bond returns first increase, then decrease, and finally rise slightly as ownership by manager rises.

There is also weak evidence of a non-monotonic relationship between managerial stock ownership and firm leverage. This study finds a positive relation between managerial stock ownership and leverage up to 19.9 percent ownership level. When ownership increases more (over 19.9 percent), however, the relationship becomes negative. This empirical evidence indicates that greater managerial ownership gives managers an incentive to decrease risk by using low level of debt.

Keywords: *Managerial stock ownership, Corporate bond returns, Impact*

I. PENDAHULUAN

Dalam perusahaan sering terjadi permasalahan keagenan yang ditunjukkan sebagai perbedaan kepentingan antara manajemen (agen) dan pemegang saham. Pertentangan ini muncul sebagai akibat dari kemungkinan manajer membuat keputusan pendanaan/struktur modal ataupun pemilihan proyek investasi yang tidak optimal dari sudut pandang pemegang saham. Perilaku manajer ini akan membahayakan kepentingan pemegang saham karena memungkinkan nilai (*returns*) yang diterima pemegang saham tidak maksimum.

Agar tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat dicapai, perlu ada mekanisme untuk mengurangi kecenderungan manajer mengabaikan kepentingan pemegang saham tersebut. Mekanisme yang dapat digunakan antara lain adalah penggunaan utang dan pemberian proporsi saham kepada para manajer, di samping kebijakan dividen. Hal ini sejalan dengan Jensen dan Meckling (1976) serta Mehran (1992), yang telah menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh eksekutif dapat menyejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Demikian pula peranan utang dalam menurunkan permasalahan keagenan tersebut, Harris dan Raviv (1990) mengemukakan bahwa penggunaan utang (obligasi) dalam struktur modal dapat menciptakan informasi berguna untuk memonitor manajemen dan mengevaluasi keputusan operasi perusahaan.

Meskipun kedua pendekatan tersebut mampu mengurangi permasalahan antara manajemen dan pemegang saham, namun keberadaan kedua alat pengendali tersebut dalam satu perusahaan sangat potensial menghadirkan permasalahan lain, yaitu permasalahan antara manajer-pemegang saham dengan pemegang obligasi (kreditur). Permasalahan itu diduga berawal dari mekanisme *wealth transfer*, yaitu suatu mekanisme pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Mekanisme ini merupakan dampak kecenderungan manajer-pemegang saham memilih proyek-proyek investasi berisiko tinggi yang jika proyek itu berhasil maka pemegang saham akan menikmati keuntungan terbesar, tetapi apabila proyek itu gagal, akan terjadi pergeseran risiko dan kreditur yang harus menanggung risiko kegagalan paling besar (Jensen dan Meckling 1976). Hal ini memberikan implikasi bahwa nilai obligasi berisiko seharusnya terkait dengan kepemilikan saham oleh manajemen.

Suatu hasil penelitian di Amerika yang memperkuat pernyataan tersebut dikemukakan oleh Bagnani et al. (1994). Simpulan penelitian mereka adalah bahwa struktur kepemilikan saham manajerial berhubungan dengan *excess returns* obligasi. Di samping itu telah dibuktikan pula, bahwa keberadaan saham yang dimiliki oleh manajemen telah mendorong suatu pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham yang ditunjukkan oleh perubahan preferensi manajer terhadap risiko terkait perubahan proporsi saham perusahaan yang dimilikinya. Apakah return dan risiko obligasi perusahaan di Indonesia juga dipengaruhi oleh perubahan kepemilikan saham manajerial? Untuk menemukan jawaban permasalahan di atas, penelitian ini mencoba menguji sampel obligasi

perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya untuk periode 1998 hingga 1999. Analisis tersebut, lebih lanjut diarahkan untuk menjawab permasalahan: (1) apakah perubahan struktur kepemilikan saham manajerial berdampak pada variasi nilai obligasi di Indonesia, dan (2) bagaimanakah peran manajer mendorong suatu pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham.

Hasil analisis data yang diarahkan untuk memecahkan permasalahan tersebut dilaporkan dalam paper ini dengan struktur sebagai berikut: pada bagian I disampaikan pendahuluan, bagian II berisi tinjauan pustaka, bagian III berisi metode penelitian, bagian IV berisi laporan hasil dan pembahasan serta pada bagian akhir disampaikan simpulan, keterbatasan dan saran penelitian.

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. KAJIAN LITERATUR TEORI

Preferensi manajer terhadap risiko diharapkan menjadi penentu penting *returns* obligasi perusahaan, karena tingkat risiko yang diambil oleh manajer akan mempengaruhi tingkat kepastian *cashflow* perusahaan di masa datang. Atas dasar alasan itu, preferensi manajer terhadap risiko sebagai dampak kepemilikan saham manajerial seharusnya merupakan salah satu pertimbangan penting bagi investor dalam pengambilan keputusan pembelian obligasi perusahaan.

Kajian teori dan didukung oleh beberapa bukti empiris telah menjelaskan bahwa variabel akuntansi seperti *leverage* perusahaan, ukuran perusahaan dan risiko bisnis juga berdampak pada risiko perusahaan dan tentu saja berdampak pada risiko obligasi beredar. Seperti dinyatakan oleh Fisher (1959) dan didukung oleh Zion dan Shalit (1975), bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* perusahaan merupakan penentu penting risiko obligasi perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, kemampuan perusahaan untuk mendiversifikasikan risiko (*non-systematic*) perusahaan semakin tinggi. Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan akan menjadikan risiko obligasi yang sedang beredar semakin rendah. Ukuran perusahaan yang besar secara relatif lebih menarik calon investor obligasi daripada perusahaan kecil, sehingga secara teoritik dapat dinyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan *returns* dan risiko obligasi perusahaan.

Berbeda dengan ukuran perusahaan, *leverage* perusahaan merupakan tingkat penggunaan surat berharga berpenghasilan tetap, seperti penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Brigham dan Gapenski (1996) menjelaskan bahwa ada dua risiko yang melekat pada penggunaan utang yaitu risiko bisnis dan risiko keuangan. Risiko bisnis adalah ketidakpastian *returns* yang akan diterima di masa datang dan risiko keuangan merupakan risiko tambahan yang diakibatkan oleh penggunaan utang tersebut. Semakin tinggi *leverage*

perusahaan semakin tinggi pula risiko bisnis maupun risiko keuangan, sehingga risiko kebangkrutan perusahaan akan semakin besar pula. Hal ini juga berarti bahwa *leverage* perusahaan dan risiko bisnis akan berhubungan positif dengan *returns* obligasi

Bukti empiris lebih lanjut juga mengakui bahwa pemberian proporsi saham kepada para manajer dapat mempengaruhi risiko obligasi perusahaan. Besar risiko obligasi tersebut ditunjukkan sebagai kemungkinan terjadi suatu mekanisme *wealth transfer*, yaitu suatu mekanisme pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Mekanisme ini ditandai oleh kecenderungan manajer-pemegang saham memilih proyek-proyek investasi berisiko tinggi yang jika proyek itu berhasil maka pemegang saham akan menikmati keuntungan terbesar, tetapi apabila proyek itu gagal, akan terjadi pergeseran risiko dan kreditur yang harus menanggung risiko kegagalan paling besar (Jensen dan Meckling 1976) dan Haugen dan Senbet (1981). Hal ini menjelaskan bahwa kepemilikan saham manajerial berhubungan dengan risiko dan *returns* obligasi perusahaan.

B. PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan saham manajerial dengan penilaian obligasi belum banyak dilakukan. Beberapa penelitian terdahulu lebih memusatkan perhatian pada peranan alat proteksi utang dalam pengaruhnya terhadap nilai obligasi. Dalam penelitian tersebut diamati dampak variabel karakteristik obligasi (seperti keberadaan *bond covenant*, *sinking fund* maupun pemingkatan utang) terhadap penilaian obligasi perusahaan. Sebagai contoh Smith dan Warner (1979). Mereka telah menguji sifat protektif *covenant* dalam perjanjian utang dan berpendapat bahwa pembatasan-pembatasan aktivitas pemegang saham dipengaruhi oleh *bond covenant*. Restriksi kebijakan pendanaan dan pembayaran dividen secara tertulis mendorong pemegang saham untuk mengikuti kebijakan investasi yang memaksimalkan nilai perusahaan.

Cook dan Easterwood (1994) telah menguji dampak penerbitan utang dengan dan tanpa *bond covenant* terhadap peredaran utang dan saham, dan menunjukkan bahwa *covenant* mempengaruhi nilai yang diterima pemegang saham secara negatif dan mempengaruhi nilai yang diterima pemegang obligasi secara positif, sementara penerbitan utang tanpa *bond covenant* tidak mempunyai pengaruh.

Dyl dan Joehnk (1979) telah mengamati dampak penerbitan obligasi dengan *sinking fund* terhadap biaya utang (*required returns*) dan berpendapat, bahwa penggunaan *sinking fund* dalam obligasi dapat menurunkan *returns* yang diminta investor obligasi dan *sinking fund* tersebut dapat memberikan sinyal kualitas kredit perusahaan (Wu 1993). Penelitian lain juga memusatkan perhatian pada respon pasar terhadap perbedaan peringkat utang (obligasi). Sebagai contoh, Hand et al. (1992) telah membuktikan bahwa pengumuman perubahan peringkat obligasi berdampak pada harga obligasi dan Liu et al. (1999) juga

mendokumentasikan bahwa pasar obligasi merespon pengumuman perubahan peringkat menurun lebih besar dibandingkan perubahan peringkat naik. Peringkat obligasi merupakan indikator risiko kegagalan (*default risk*), sehingga peringkat obligasi tersebut menunjukkan tingkat kepastian dan jaminan bagi investor mengenai tingkat risiko dan *returns* obligasi yang dimilikinya.

Tidak semua perusahaan akan beruntung melalui penerbitan obligasi terproteksi. Bae et al. (1994) menemukan bahwa (1) perusahaan-perusahaan dengan biaya keagenan atas utang relatif lebih besar akan memperoleh keuntungan dari penerbitan obligasi terproteksi, dan (2) keuntungan perusahaan penerbit obligasi terproteksi secara signifikan lebih kecil dibandingkan perusahaan penerbit obligasi tanpa proteksi.

Sedangkan McDaniel (1986) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan industri besar memiliki proteksi obligasi secara ekstrim lemah, sehingga meskipun penggunaan *bond covenant* ini mengurangi biaya keagenan atas utang, tetapi proteksi yang ditawarkan tidak dapat mengeliminir secara total perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Hal yang sama dikemukakan oleh Bagnani et al. (1994).

Allen et al. (1987) juga meragukan keandalan proteksi *covenant* dan menyatakan, bahwa "... *refunding protection usually isn't worth the paper it's written on.*" Lebih lanjut, dipertanyakan dalam paper mereka, kenapa perusahaan-perusahaan terus menerbitkan obligasi dengan proteksi, jika setiap *covenant* tidak berpengaruh terhadap *return* obligasi.

Berbeda dengan penelitian-penelitian di atas, penelitian yang dilakukan oleh Bagnani et al. (1994) telah memusatkan perhatian pada hubungan kepemilikan manajerial dengan penilaian obligasi perusahaan yang diperdagangkan di Amerika. Dalam laporan hasil penelitian tersebut dikemukakan bahwa risiko dan *returns* obligasi dipengaruhi oleh kepemilikan saham manajerial, *ceteris paribus*.

C. KERANGKA BERPIKIR DAN HIPOTESIS

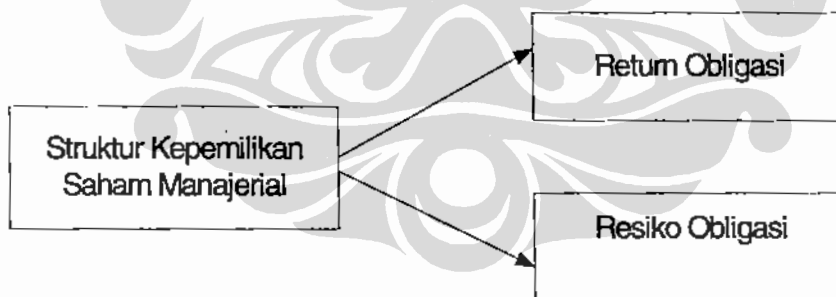
Meskipun banyak variabel yang mungkin berdampak terhadap penilaian obligasi, penelitian ini lebih dititikberatkan pada bagaimana kepemilikan saham oleh manajemen mempengaruhi risiko obligasi dan *returns* obligasi perusahaan. Variabel-variabel akuntansi seperti ukuran perusahaan, risiko bisnis dan *leverage* perusahaan serta variabel karakteristik obligasi seperti *sinking fund* dan pemeringkatan obligasi akan digunakan sebagai kontrol terhadap hubungan tersebut, karena faktor-faktor tersebut diduga juga berhubungan kuat dengan *returns* obligasi perusahaan. Sementara, meskipun penerbitan obligasi yang diamati tersedia *bond covenant*, variabel tersebut tidak diamati pengaruhnya, karena penelitian-penelitian sebelumnya membuktikan pengaruh variabel tersebut pada nilai obligasi tidak dapat diyakini.

Dugaan tentang keberadaan hubungan antara kepemilikan saham manajerial dengan *returns* obligasi diilhami oleh keberadaan hipotesis *wealth transfer* yang dijelaskan dalam teori keagenan. Dalam teori keagenan tersebut diakui bahwa pengambilan risiko oleh manajer merupakan salah satu area yang memicu perbedaan kepentingan antara manajer-pemegang saham dengan pemegang obligasi.

Kajian tentang pertentangan kepentingan antara pemegang obligasi (kreditur) dengan pemegang saham telah dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976) serta Haugen dan Senbet (1981). Simpulan utama kajian itu menyatakan, bahwa perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak, mendorong manajer pemegang saham untuk membuat keputusan yang menguntungkan pihaknya dan mengabaikan kepentingan pemegang obligasi (kreditur). Pada saat tertentu, para manajer-pemegang saham memilih investasi pada proyek-proyek berisiko tinggi, melebihi keinginan para pemegang obligasi. Kecenderungan manajer terhadap risiko itu, tentu saja berimplikasi pada penilaian obligasi oleh investor, karena pengambilan risiko oleh manajer tersebut akan berdampak terhadap kemungkinan kebangkrutan perusahaan (*bankruptcy cost*).

Atas dasar penjelasan di atas dapat dirumuskan suatu kerangka berpikir skematis (Gambar 1) dan hipotesis pertama, yaitu: terdapat pengaruh non monotonik struktur kepemilikan saham manajerial pada *returns* obligasi perusahaan dan hipotesis kedua, bahwa: terdapat pengaruh non monotonik struktur kepemilikan saham manajerial pada risiko obligasi perusahaan.

Gambar 1: Skema Kerangka Berpikir



III. METODE PENELITIAN

A. SAMPEL DAN DATA

Data dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi dan terdaftar di Bursa Efek Surabaya (BES) tidak termasuk Bursa Efek Jakarta (BEJ), karena hampir semua pendaftaran obligasi di Indonesia dipusatkan di BES (Busono 1997). Data yang digunakan merupakan data sekunder dalam pola *time series-cross section* yang diambil dari beberapa sumber. Data harga, tingkat kupon dan data tanggal perdagangan terakhir obligasi maupun harga saham dan *Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)* diperoleh dari *Harian Bisnis Indonesia*; struktur kepemilikan saham manajerial dan laporan keuangan perusahaan diambil dari *Indonesian Capital Market Directory*; sedangkan data tentang karakteristik obligasi dapat diperoleh dari *Surabaya Stock Exchange Report*.

Periode pengamatan dimulai tanggal 1 Januari 1998 sampai dengan 31 Desember 1999. Alasan data dipilih mulai tanggal 1 Januari 1998 adalah mulai saat itu dapat diperoleh data penelitian yang cukup mendukung evaluasi. Di samping itu, data tentang harga dan data tanggal perdagangan terakhir obligasi sebelum tahun 1998 sulit didapatkan, karena terbitan-terbitan yang dikeluarkan oleh BES tidak memuat secara lengkap mengenai data tersebut. Sedangkan alasan data berhenti tanggal 31 Desember 1999 adalah tanggal tersebut merupakan akhir tahun kalender dan merupakan akhir periode yang memungkinkan untuk diteliti dalam penelitian ini.

Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu, yaitu (1) perusahaan non perbankan¹, (2) perusahaan menerbitkan obligasi (*non convertible*) dan saham selama periode pengamatan², (3) perusahaan telah terdaftar di Bursa Efek Surabaya pada periode 1 Januari 1998, (4) tersedia data harga dan karakteristik (tingkat kupon, tanggal jatuh tempo dan tanggal pembayaran kupon) obligasi perusahaan, (5) tersedia data tentang proporsi kepemilikan saham perusahaan, dan (6) obligasi diperdagangkan sekurang-kurangnya 2 kali dalam setahun.³

Hasil pemilihan sampel dengan kriteria di atas adalah pada 1 Januari 1998 tercatat ada 87 obligasi terdaftar di BES dan dipilih 19 yang memenuhi kriteria. Sedangkan pada 1 Januari 1999 ada 76 obligasi terdaftar di BES dan dipilih sebanyak 12 obligasi yang

¹ karena jenis industri tersebut memiliki karakteristik perusahaan high levered.

² karena ada perbedaan karakteristik antara obligasi convertible dan non-convertible.

³ dalam penelitian di Amerika, Bagnani et al. (1994) memilih sampel dengan kriteria antara lain bahwa obligasi tersebut diperdagangkan sekurangnya 21 kali dalam tahun kalender yang bersangkutan dan jarak waktu antara perdagangan yang sekarang dengan perdagangan sebelumnya tidak lebih dari 40 hari. Di Indonesia tidak mungkin, karena keterbatasan jumlah obligasi yang diperdagangkan di BES saat ini.

memenuhi kriteria. Sampel terakhir diperoleh sebanyak 16 nama obligasi berbeda atau sebanyak 31 obligasi perusahaan-tahun yang memenuhi kriteria (Tabel 1).

Tabel 1: Pemilihan Sampel Obligasi Perusahaan

Tahun	Jumlah Obligasi	Dikeluarkan dari sampel		Digunakan sebagai sampel
		Jumlah	Alasan	
1998	87	23	Perusahaan perbankan	19
		35	Tidak menerbitkan saham	
		8	Tidak ada transaksi	
1999	76	16	Perusahaan perbankan	12
		29	Tidak menerbitkan saham	
		17	Tidak ada transaksi	
Jumlah	163	132		31

B. MODEL EMPIRIS

Untuk menganalisis dampak variabel penjelas terhadap variabel tak bebas dapat digunakan model analisis regresi (Koutsoyiannis 1977). Dalam penelitian ini dipisahkan antara model regresi awal dan model lanjutan. Pemisahan ini dimaksudkan untuk membedakan penggunaan dari kedua model berbeda tersebut. Model awal digunakan untuk menganalisis dan membuktikan hipotesis pertama, yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh non monotonik struktur kepemilikan saham manajerial pada *returns* obligasi perusahaan; sedangkan model lanjutan untuk menganalisis hipotesis (*wealth transfer*) kedua, yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh non monotonik struktur kepemilikan saham manajerial pada risiko obligasi perusahaan.

B.1. Model Awal

Dari model regresi awal dalam penelitian ini, akan dianalisis dampak kepemilikan saham manajerial pada *returns* obligasi. Untuk membuktikan apakah *returns* obligasi semata-mata dijelaskan oleh kepemilikan saham manajerial atau oleh faktor-faktor lain, maka hubungan tersebut akan dikontrol dengan beberapa variabel yang diduga mempengaruhi *returns* obligasi, yaitu ukuran perusahaan, risiko bisnis, *leverage* perusahaan, *sinking fund* dan peringkat obligasi.

$$ABR_{it} = f(\text{ALPHA}_{it}, DR_{it}, DEVROE_{it}, SIZE_{it}, BC_{it}) \dots \dots \dots (1)$$

Model regresi return obligasi terhadap variabel penjelas secara keseluruhan dinyatakan sebagai berikut ini.

Dalam hal ini,

ABR_{it}	= <i>returns</i> obligasi rata-rata perusahaan i pada tahun ke t ,
$ALPHA_{it}$	= kepemilikan saham manajerial perusahaan i pada tahun ke t ,
DR_{it}	= <i>financial leverage</i> perusahaan i pada tahun t ,
$DEVROE_{it}$	= risiko bisnis perusahaan i pada tahun t ,
$SIZE_{it}$	= ukuran perusahaan i pada tahun t ,
BC_{it}	= karakteristik obligasi perusahaan i pada tahun t ,
i	= 1, 2, ..., 31 dan t = 1998, 1999

B.2 Model Lanjutan

Model ini digunakan untuk membuktikan hubungan kausal antara risiko dan *leverage* dengan kepemilikan saham manajerial. Seperti dikemukakan dalam hipotesis bahwa struktur kepemilikan saham manajerial diduga berdampak pada risiko obligasi dan *leverage* perusahaan, sehingga dimodelkan seperti berikut ini.

$$RISK_{it} \text{ (atau } DR_{it} \text{)} = f(ALPHA_{it}) \dots \dots \dots (2)$$

Dalam hal ini, $RISK_{it}$ = salah satu ukuran risiko obligasi perusahaan i pada tahun t , DR dan $ALPHA$ sebagaimana didefinisikan lebih awal.

C. DEFINISI DAN METODE PENGUKURAN VARIABEL

Variabel-variabel yang akan didefinisikan dan diukur adalah variabel tak bebas *returns* obligasi dan risiko obligasi serta variabel-variabel penjelas struktur kepemilikan saham manajerial, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *leverage* perusahaan dan karakteristik obligasi.

C.1 Return Obligasi Rata-rata (ABR_{it})

Returns obligasi adalah perubahan harga dan pendapatan bunga berjalan (*accrued interest*) yang diterima dari penjualan obligasi. Ukuran nilai obligasi di Amerika pada umumnya, merupakan *returns* obligasi disesuaikan dengan perubahan tingkat suku bunga bebas risiko yang diwakili oleh *returns* dari *Treasury Bond*. Metode pengukuran nilai obligasi secara demikian, berarti telah mempertimbangkan faktor perubahan *term structure* dalam tingkat suku bunga. Pengukuran nilai obligasi secara demikian memang realistis, tetapi mungkin tidak relevan diterapkan di Indonesia saat ini.

Tiga alasan menjadi dasar pendapat tersebut dikemukakan, karena (1) transaksi perdagangan obligasi di pasar obligasi di Indonesia umumnya tidak aktif (frekuensi tertinggi 11 kali di tahun 1998 dan 11 kali di tahun 1999),⁴ (2) suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang biasa digunakan sebagai proksi suku bunga bebas risiko dan mewakili *interest rate risk* dalam penelitian obligasi di Indonesia pada umumnya memiliki masa jatuh tempo pendek, berbeda dengan masa jatuh tempo obligasi perusahaan (minimum 5 tahun),⁵ dan (3) pada tahun 1998, suku bunga SBI mengalami peningkatan tajam tak terkendali (lebih dari 70 persen per tahun), sehingga apabila digunakan sebagai pengendali dalam pengukuran nilai obligasi akan menghasilkan ukuran *excess returns* obligasi yang tidak wajar.

Pengukuran nilai obligasi dalam penelitian ini mengabaikan pengaruh perubahan tingkat suku bunga bebas risiko sebagai wakil *interest rate risk*. Hal ini berarti sama dengan berasumsi, bahwa tingkat suku bunga bebas risiko adalah nol.

Prosedur perhitungan *returns* obligasi adalah:

- a. Menghitung *returns* masing-masing obligasi pada hari t-n hingga hari t atau disingkat $BR_{i,t}$.

$$BR_{i,t} = \left[(F_{i,t} / F_{i,t-n}) - 1 \right] \dots \dots \dots (3)$$

Dalam hal ini, $F_{i,t}$ = flat price obligasi i pada hari t, yang dihitung sebagai berikut:

$$F_{i,t} = P_{i,t} + (C_i / 360) n_i \dots \dots \dots (4)$$

dan C_i = tingkat kupon obligasi perusahaan i

n_i = jumlah hari sejak pembayaran kupon hari t-n hingga t

$i = 1, 2, \dots, 31$ dan t-n = periode perdagangan sebelumnya

- b. Menghitung *returns* obligasi rata-rata selama periode t-n hingga t atau disingkat $ABR_{i,t}$. Karena tingkat suku bunga bebas risiko diasumsikan sebesar nol, maka *excess returns* obligasi rata-rata adalah sama dengan return obligasi rata-rata dan dihitung sebagai berikut:

$$ABR_{i,t} = BR_{i,t} / N_i \dots \dots \dots (5)$$

Dalam hal ini, N_i = jumlah hari yang dilalui sejak transaksi hari t-n hingga t.

⁴ Bagnani et al. (1994), dalam topik penelitian yang sama mengambil sampel obligasi yang memiliki transaksi paling sedikit 21 kali dalam satu tahun dan jarak antara transaksi sekarang dan sebelumnya tidak lebih dari 40 hari.

⁵ Datta dan Datta (1993), Dhillon dan Johnson (1994) dan Bagnani et al. (1994) mengukur *excess returns* obligasi dengan metodologi Handjinicolaou-Kalay (1984). Metodologi tersebut dapat mengatasi masalah perdagangan tipis dan dapat mengendalikan pengaruh perubahan struktur tingkat suku bunga, melalui perataan return obligasi setelah disesuaikan dengan suku bunga bebas risiko (*Treasury Bond*). Tingkat suku bunga bebas risiko yang mereka gunakan sebagai wakil *interest rate risk* memiliki masa jatuh tempo sama dengan masa jatuh tempo obligasi yang diamatinya.

- c. Menghitung *returns* obligasi rata-rata harian perusahaan i pada periode t atau disingkat ABR_{it} , dengan metode rata-rata tertimbang.⁶

Contoh perhitungannya adalah sebagai berikut ini. Misalnya obligasi X dengan *coupon* 15,8% tanggal terakhir diperdagangkan 28 Agustus 1998 dengan harga 69%. Sebelumnya, pada tanggal 28 Juli 1998, obligasi tersebut diperdagangkan dengan harga 65,38%. Anggaphlah jarak periode perdagangan sebelumnya hingga tanggal 28 Juli 1998 adalah 15 hari, dan hari perdagangan selama satu tahun = 360 hari. *Average Bond Returns* (ABR) obligasi X selama satu tahun transaksi dapat dihitung sebagai berikut ini.

- 1). Hitung *flat price* obligasi X untuk periode 28 Juli dan 28 Agustus:

$$F_{X,28 \text{ Juli}} = 65,38\% + (15,8\%/360) 15 = 66,04\%$$

$$F_{X,28 \text{ Agustus}} = 69\% + (15,8\%/360) 30 = 70,32\%$$

- 2). Hitung *returns* obligasi X untuk periode 28 Juli hingga 28 Agustus 1998:

$$BR_X = [(F_{X,28 \text{ Agustus}} / F_{X,28 \text{ Juli}}) - 1] = [(70,32\% / 66,04\%) - 1] = 0,06479$$

- 3). Hitung *returns* obligasi rata-rata untuk periode 28 Juli hingga 28 Agustus 1998:

$$ABR_{X,28 \text{ Agustus}} = BR_X / N = 0,06479/30 = 0,00216$$

- 4). Hitung *returns* obligasi rata-rata selama satu tahun transaksi, dengan metode rata-rata tertimbang dari ABR (poin 3) yang diperoleh selama satu tahun yang bersangkutan.

C.2 Struktur Kepemilikan Saham Manajerial ($ALPHA_i$)

Struktur kepemilikan saham manajerial merupakan proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajer (disebut ALPHA). Mehran et al (1992) mengukur struktur kepemilikan saham manajerial sebagai persentase saham biasa yang dimiliki oleh para *Chief Executive Officer* ditambah kepemilikan oleh keluarga dekatnya, sedangkan Bagnani et al. (1994) mengukur struktur kepemilikan saham manajerial sebagai persentase saham biasa dan atau opsi saham yang dimiliki direktur dan *officer*. Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan saham manajerial diukur sebagai persentase saham biasa yang dimiliki oleh *Board of Management*, di dalamnya terdapat direktur dan komisaris. Kepemilikan saham oleh komisaris dalam penelitian ini diakui sebagai kepemilikan manajerial, karena saham-saham perusahaan di Indonesia umumnya dimiliki oleh sekelompok keluarga tertentu yang berkedudukan sebagai komisaris perusahaannya, sehingga independensi direktur dari komisaris menjadi tidak ada.

⁶ Datta dan Datta (1993), menghitung nilai rata-rata tertimbang dengan memberikan bobot (weight) setiap return obligasi sebesar jumlah hari sejak transaksi yang lalu hingga saat ini dibagi jumlah hari transaksi setahun (250 hari). Penelitian ini menggunakan bobot yang sama, tetapi menentukan jumlah hari transaksi setahun 360 hari, karena sesuai ketentuan BES yang telah menentukan besar kupon atas dasar hari efektif: "30/360"

Mengikuti prosedur Morck et al. (1988) dan Bagnani et al. (1994), variabel kepemilikan saham manajerial dibedakan menjadi tiga, yaitu kepemilikan saham manajerial rendah ($ALPHA_{<0.05}$), menengah ($ALPHA_{0.05-0.25}$) dan tinggi ($ALPHA_{>0.25}$). Untuk mengukur kepemilikan saham manajerial rendah ($ALPHA_{<0.05}$), adalah: jika kepemilikan kurang dari 5 persen, maka $ALPHA_{<0.05}$ sama dengan proporsi kepemilikan saham manajerial dan jika kepemilikan saham manajerial tersebut lebih dari atau sama dengan 5 persen, maka $ALPHA_{<0.05}$ sama dengan 0.05.

Untuk mengukur kepemilikan saham manajerial menengah ($ALPHA_{0.05-0.25}$), adalah: jika kepemilikan saham manajerial kurang dari 5 persen, maka $ALPHA_{0.05-0.25}$ sama dengan 0, jika kepemilikan saham manajerial antara 5 dan 25 persen, maka $ALPHA_{0.05-0.25}$ sama dengan proporsi kepemilikan saham manajerial dikurangi 0.05, dan jika sama dengan 0.20.

Sedangkan untuk mengukur kepemilikan saham manajerial tinggi ($ALPHA_{>0.25}$), adalah: jika kepemilikan saham manajerial kurang dari 25 persen, maka $ALPHA_{>0.25}$ sama dengan 0, dan jika kepemilikan saham manajerial lebih dari atau sama dengan 25 persen, maka $ALPHA_{>0.25}$ sama dengan kepemilikan saham manajerial dikurangi 0.25.

C.3 Ukuran Perusahaan ($SIZE_{it}$)

Ukuran Perusahaan (SIZE), merupakan salah satu variabel akuntansi yang mempengaruhi risiko obligasi (Fisher dalam Zion dan Shalit 1975). Ukuran perusahaan dapat diukur menggunakan jumlah aset, penjualan atau ekuitas. Jika jumlah aset, penjualan atau ekuitas tersebut besar, maka logaritma terhadap jumlah tersebut digunakan untuk tujuan penelitian (Miswanto dan Husnan 1999).

Menurut Elton dan Gruber (1995), perusahaan-perusahaan besar kurang berisiko dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan kecil. Dengan kata lain, perusahaan kecil memiliki risiko lebih besar dibandingkan dengan perusahaan besar. Juga, semakin besar perusahaan, potensi mendiversifikasikan risiko (non sistematis)-nya semakin besar, sehingga membuat risiko obligasi perusahaan tersebut menurun (Bagnani et al. 1994). Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dari logaritma aset total. Diharapkan, ukuran perusahaan berdampak negatif pada *returns* obligasi perusahaan. Logaritma jumlah aset sebagai proksi ukuran perusahaan dihitung dari data keuangan perusahaan yang dilaporkan pada akhir tahun (31 Desember) sebelum periode tahun pengamatan.

C.4 Leverage Perusahaan (DR_{it})

Leverage perusahaan (disebut, DR) adalah tingkat penggunaan surat berharga berpenghasilan tetap, seperti utang dalam struktur modal perusahaan. Rasio ini diukur atas dasar perbandingan nilai buku jumlah aset dikurangi modal saham biasa dengan nilai pasar

saham biasa perusahaan (Zion dan Shalit 1975). Sedangkan Bagnani et al. (1994) menggunakan rasio utang dibandingkan asset total sebagai wakil ukuran *leverage* perusahaan.

Penelitian ini akan mengikuti prosedur Zion dan Shalit (1975), karena ukuran tersebut memiliki keutamaan terletak pada pembagian utang dan liabilitas senior lainnya terhadap nilai pasar dari modal sendiri, bukan terhadap nilai bukunya. Untuk melihat respon investor terhadap penggunaan *leverage* perusahaan, *returns* obligasi perusahaan akan dihubungkan dengan *leverage* yang dilaporkan pada akhir tahun (31 Desember) sebelumnya, dan diduga bahwa *leverage* perusahaan berdampak positif pada *returns* obligasi perusahaan.

C.5 Risiko Bisnis ($DEVROE_{it}$)

Risiko bisnis untuk perusahaan-perusahaan *leveraged* atau *unleveraged* dapat diukur menggunakan deviasi standar ROE (Brigham dan Gapenski 1996), atau deviasi standar dari rasio *Earning Before Interest and Taxes (EBIT)* dibanding dengan aset (Friend dan Lang 1988). Semakin tinggi risiko bisnis, semakin tinggi risiko kebangkrutan perusahaan, sehingga semakin besar pula risiko obligasi perusahaan yang sedang beredar. Risiko bisnis (selanjutnya disebut $DEVROE$) diharapkan berdampak positif pada *returns* obligasi. $DEVROE$, sebagai proksi risiko bisnis dihitung dari deviasi standar *Return on Equity* selama tujuh dan sekurangnya empat (sesuai ketersediaan data di *Indonesian Capital Market Directory*) tahun sebelum periode tahun pengamatan. Misalnya perhitungan $DEVROE$ untuk perusahaan tertentu pada tahun 1997. Seandainya data ROE tersedia sejak tahun 1988, maka $DEVROE_{1997}$ merupakan deviasi standar dari rata-rata ROE tahun 1988-1997.

C.6 Karakteristik Obligasi (BC_{it})

Karakteristik obligasi dalam penelitian ini merupakan variabel *dummy* yang menunjukkan ada tidaknya kepastian dan jaminan dalam penerbitan obligasi. Penelitian ini akan melihat dua karakteristik obligasi yang diharapkan berpengaruh pada *returns* obligasi, yaitu variabel *sinking fund* (DMS) dan peringkat obligasi (DMR). Di Indonesia, lembaga yang berhak memberikan peringkat obligasi adalah PT. Pefindo. Lembaga ini memberikan peringkat obligasi yang dinyatakan dalam kualitas investasi (*investment grade*), yaitu tingkat kesanggupan membayar kembali. Peringkat tersebut berkisar dari peringkat paling tinggi AAA hingga D. Semakin tinggi peringkat tersebut, semakin tinggi kesanggupan untuk membayar kembali. Karena obligasi perusahaan dalam sampel memiliki *grade* AAA hingga BBB-, pengukuran variabel peringkat obligasi (DMR) dalam penelitian ini adalah: $DMR = 1$, jika obligasi diperingkat *investment grade* tinggi (di atas BBB), dan $DMR = 0$, jika obligasi diperingkat *investment grade* rendah (BBB ke bawah). Pengukuran variabel

sinking fund (DMS) adalah: $DMS = 1$, jika terdapat *sinking fund* dalam penerbitan obligasi, sementara $DMS = 0$, jika tidak terdapat *sinking fund* dalam penerbitan obligasi.

C.7 Risiko Obligasi ($RISK_i$)

Bagnani et al. (1994), mengukur risiko obligasi perusahaan dengan σ_e , σ_s , β risiko bisnis dan *leverage* perusahaan. Penelitian ini akan menggunakan ukuran-ukuran risiko tersebut, sebagai wakil risiko obligasi perusahaan. Risiko yang diwakili oleh σ_e dan β akan diestimasi dengan model pasar sesuaian, karena koefisien beta yang diukur dari model pasar sederhana mungkin menghasilkan beta bias yang disebabkan oleh perdagangan saham tipis di pasar modal Indonesia.⁷

- σ_e = kesalahan standar residual (risiko tidak sistematis) untuk perusahaan i pada tahun t yang diperoleh dari model pasar dengan menggunakan *returns* saham mingguan,
- σ_s = deviasi standar return saham mingguan (*total returns risk*) untuk perusahaan i pada tahun t , yang diestimasi dari *returns* mingguan,
- β = koefisien beta (risiko sistematis) untuk perusahaan i pada tahun t dari model pasar dengan menggunakan *returns* saham mingguan, dan risiko bisnis, dan *leverage* perusahaan sebagaimana didefinisikan lebih awal.

Semua variabel akuntansi (seperti risiko bisnis, *leverage* perusahaan dan ukuran perusahaan) dalam penelitian ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (1998, 1999) yang diolah. Dalam Tabel 2 berikut ini disajikan ringkasan statistik untuk variabel ABR, ALPHA, DR, DEVROE dan SIZE.

Tabel 2: Ringkasan Statistik Variabel Return Obligasi Rata-rata (ABR), Kepemilikan Saham Manajerial (ALPHA) dan Variabel-variabel Akuntansi (DR, DEVROE dan SIZE)

Variabel	Range	Minimum	Maximum	Rata-rata	D. Standar	N
ABR	0.22497	-0.001636	0.223334	0.0075912	0.0400622	31
ALPHA	87.73	0	87.73	8.209032	17.687881	31
DR	47.790378	1.333807	49.124185	10.252698	9.72272	31
DEVROE	1.4972684	0.053067	1.5467938	0.3529868	0.3702957	31
SIZE	4.1190528	9.345856	13.464909	12.381112	0.7275147	31

⁷Hartono dan Suriyanto (1999) membuktikan bahwa beta sekuritas pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta) adalah bias. Beta sekuritas yang bias perlu dikoreksi. Selanjutnya dibuktikan, bahwa metode yang paling mampu mengoreksi bias beta adalah metode Fowler dan Rorke, baik untuk data return yang terdistribusi tidak normal maupun terdistribusi normal. Untuk data return yang terdistribusi tidak normal, diperlukan koreksi yang cukup panjang, yaitu empat periode mundur (*lag*) dan empat periode maju (*lead*).

D. METODE ANALISIS

Pembuktian hipotesis penelitian ini akan menggunakan analisis statistik deskriptif, *Analysis of Variance (ANOVA)*, analisis regresi, pengujian dengan statistik uji t, F dan uji *R-Square*. Serangkaian metode analisis data ini, pada dasarnya digunakan untuk membuktikan hipotesis pertama dan hipotesis kedua dalam penelitian ini. Sebagai awal pembuktian, pada pengujian hipotesis pertama akan dilakukan analisis statistik deskriptif terhadap hubungan (pengaruh) kepemilikan saham manajerial dengan (terhadap) *returns* obligasi dengan menggunakan grafik garis hubungan antara *returns* obligasi rata-rata (ABR) dan kepemilikan saham manajerial dalam berbagai level (ALPHA) yang disajikan pada Gambar 2. Hasil pengamatan ini akan menunjukkan bagaimana pola hubungan kedua variabel itu. Lebih lanjut, akan diuji signifikansinya dengan F-test (ANOVA) untuk mengetahui apakah hubungan tersebut memiliki makna secara statistik.

Untuk memperkuat hasil analisis deskriptif, kemudian dilakukan analisis regresi. Dalam analisis regresi ini diamati bagaimanakah pengaruh variabel struktur kepemilikan saham manajerial pada *returns* obligasi. Sebagai variabel tak bebas dalam model regresi tersebut adalah ABR dan ALPHA diperlakukan sebagai variabel penjelas. Untuk mendapatkan koefisien regresi populasi (parameter) yang akurat, parameter-parameter model akan ditaksir menggunakan metode kuadrat terkecil sederhana (*method of ordinary least square, OLS*).

Reliabilitas dan validitas parameter-parameter yang diestimasi dengan OLS tersebut kemudian akan diuji menurut kriteria ekonomi dan kriteria statistik. Karena sasaran pengujian parameter adalah "tanda" atau arah hubungan antara variabel tak bebas (ABR) dan variabel penjelas (ALPHA), pengujian terhadap kemungkinan penyimpangan asumsi-asumsi regresi linear klasik (kriteria ekonometrik) tidak dilakukan.

Kemudian, untuk memastikan apakah variasi ABR semata-mata dipengaruhi oleh perubahan variabel ALPHA, akan diuji lanjut melalui dua cara. *Pertama*, dengan penggunaan variabel kontrol dalam model, karena dengan penggunaan variabel kontrol tersebut mungkin didapatkan bukti kausalitas lebih pasti (Cooper dan Emory 1995). *Kedua*, dengan pengujian hipotesis (*wealth transfer*) lanjutan.

Pengujian hipotesis *wealth transfer* (hipotesis kedua) dari penelitian ini dinyatakan sebagai pengujian hipotesis lanjutan, karena seperti dikemukakan pada bab-bab terdahulu, bahwa hipotesis *wealth transfer* tersebut merupakan inspirasi yang memunculkan hipotesis pertama penelitian ini. Oleh karena itu, hasil pengujian hipotesis pertama akan lebih berarti, apabila didukung oleh pembuktian hipotesis lanjutan ini. Dalam pengujian hipotesis ini dilakukan dengan mengamati dampak struktur kepemilikan saham manajerial terhadap risiko, karena seperti dijelaskan pada Bab 2, bahwa pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada manajer-pemegang saham itu dapat dilakukan melalui pengambilan proyek investasi berisiko.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini ingin mengetahui apakah perubahan struktur kepemilikan saham manajerial berdampak terhadap penilaian obligasi perusahaan di Indonesia dan bagaimanakah peran manajer dalam mendorong suatu pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Struktur kepemilikan saham manajerial didefinisikan sebagai proporsi saham yang dimiliki oleh *Board of Management* yang tercantum dalam *Indonesian Capital Market Directory* dan penilaian obligasi oleh investor, diwakili oleh *returns* obligasi rata-rata yang dihitung secara harian.

Apakah penilaian obligasi oleh investor semata-mata dijelaskan oleh perubahan struktur kepemilikan saham manajerial atau oleh faktor-faktor lain. Pada bagian A berikut ini disajikan hasil dan pembahasan hasil pengujian hipotesis pertama tentang hubungan return obligasi (ABR) dan kepemilikan saham manajerial (ALPHA), melalui pembuktian awal dan pembuktian lanjutan. Pada bagian B merupakan hasil pengujian hipotesis kedua atau pengujian lanjutan terhadap hipotesis *wealth transfer*. Hasil pengujian lanjutan ini diarahkan untuk mengetahui bagaimanakah peran manajer dalam mendorong suatu pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Pada bagian terakhir bab ini dikemukakan pembuktian tambahan, penentuan besar *cut-off rate* perubahan arah hubungan antara leverage dan kepemilikan saham manajerial yang sebenarnya tidak termasuk hipotesis utama penelitian ini.

Hipotesis pertama penelitian ini menyatakan bahwa proporsi saham manajerial (ALPHA) berdampak pada return obligasi perusahaan (ABR). Dalam penelitian ini dilakukan dua tahap pembuktian hipotesis pertama. *Pertama*, pembuktian awal dengan analisis deskriptif dan diuji dengan ANOVA. *Kedua*, pembuktian lanjutan dengan model analisis regresi, sebagai lanjutan dari pembuktian awal untuk mengetahui bagaimanakah arah hubungan kepemilikan saham manajerial tersebut dengan nilai obligasi perusahaan.

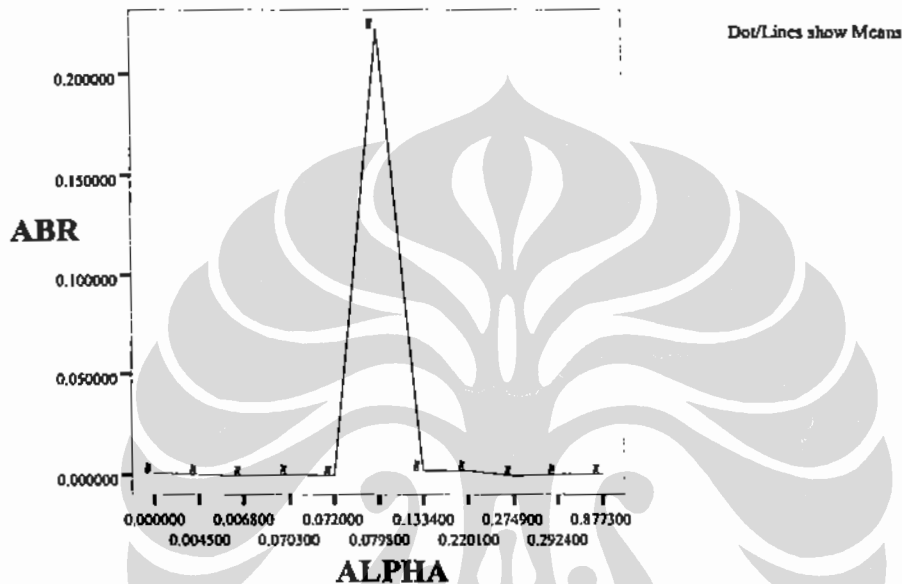
A. PEMBUKTIAN AWAL

Sebagai pembuktian awal terhadap dugaan bahwa *returns* obligasi rata-rata dipengaruhi oleh perbedaan kepemilikan manajerial, tahap pertama dianalisis dan diuji dengan ANOVA. Hubungan antara ABR rata-rata dengan tingkat ALPHA ditunjukkan sebagai grafik garis pada Gambar 2. Dari Gambar tersebut dapat diketahui bahwa, ABR rata-rata menunjukkan perubahan yang non-monotonik dengan peningkatan ALPHA. Lebih lanjut, hasil analisis dengan ANOVA didapatkan nilai F-test sebesar 2.564 (sign. F = 0.075). Hasil pembuktian awal ini, menunjukkan bahwa perbedaan ABR rata-rata dipengaruhi oleh perubahan ALPHA. Lebih lanjut diinterpretasikan, bahwa dampak perubahan struktur

kepemilikan saham manajerial pada return obligasi adalah bersifat non-monotonik.

Gambar 2: Grafik Garis Hubungan Antara ALPHA dan ABR

ALPHA = Kepemilikan Saham Manajerial
ABR = Returns Obligasi Rata-Rata



Keberadaan hubungan non-monotonik antara kepemilikan manajerial dan penilaian pasar terhadap obligasi perusahaan adalah konsisten dengan prediksi dan atau hasil studi pada surat-surat berharga lain, termasuk saham. Sebagai contoh Stulz (1988), dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa kenaikan atau penurunan kekayaan pemegang saham tergantung pada lebih besar atau lebih kecil proporsi saham dimiliki oleh manajer perusahaan tersebut. Morck et al. (1988) meneliti hubungan antara kepemilikan manajerial dan penilaian pasar terhadap perusahaan yang diukur oleh *Tobin's Q* dan menemukan suatu hubungan tidak monotonik antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan. Sedangkan Bagnani et al. (1994) meneliti hubungan antara kepemilikan manajerial dan penilaian pasar terhadap obligasi perusahaan dan menemukan hubungan non-monotonik antara kepemilikan manajerial dan *excess returns* obligasi perusahaan.

B. PEMBUKTIAN LANJUTAN

Pembuktian lanjutan ini ditujukan untuk menganalisis dampak struktur kepemilikan saham manajerial terhadap *returns* obligasi perusahaan. Untuk tujuan ini, digunakan spesifikasi model regresi multipel dengan return obligasi sebagai variabel tak bebas dan

struktur kepemilikan manajerial sebagai variabel penjelas. Untuk memastikan hubungan kausal yang lebih kuat antara return obligasi dan kepemilikan manajerial, maka hubungan tersebut dikontrol dengan variabel risiko bisnis, *leverage* perusahaan, ukuran perusahaan, *sinking fund* dan peringkat obligasi.

Mengikuti prosedur Morck et al. (1988) dan telah diaplikasikan oleh Bagnani et al. (1994), variabel kepemilikan saham manajerial diestimasi dengan memungkinkan digunakan tiga perubahan koefisien *slope* variabel tersebut, yaitu koefisien *slope* untuk kepemilikan saham manajerial kurang dari 5 persen, 5 hingga 25 persen dan lebih dari 25 persen.⁸ Lebih lanjut, hubungan antara return obligasi (ABR), kepemilikan saham manajerial (ALPHA) dan variabel-variabel kontrol, diestimasi menggunakan spesifikasi model regresi dengan persamaan (10).

$$ABR_{it} = a_0 + a_1 ALPHA_{<0.05} + a_2 ALPHA_{0.05-0.25} + a_3 ALPHA_{>0.25} + a_4 DR_{it} + a_5 DEVROE_{it} + a_6 SIZE_{it} + a_7 DMS_{it} + a_8 DMR_{it} + u_{it} \dots \dots \dots (10).$$

Hasil regresi tersebut disajikan pada Tabel 4 berikut ini. Hasil-hasil tersebut menunjukkan empat versi regresi *OLS piecewise* berbeda. Model 1 adalah hasil regresi *returns* obligasi terhadap tiga variabel kepemilikan saham manajerial. Model 2 adalah hasil regresi return obligasi terhadap tiga variabel kepemilikan dan variabel kontrol ukuran perusahaan, risiko bisnis dan *leverage* perusahaan. Model 3 adalah hasil regresi return obligasi terhadap tiga variabel kepemilikan dan variabel kontrol *sinking fund* dan peringkat obligasi. Sedangkan model 4 merupakan hasil regresi return obligasi terhadap tiga variabel kepemilikan dan variabel kontrol keseluruhan.

Dalam semua model regresi tersebut, koefisien $ALPHA_{<0.05}$ bertanda positif signifikan pada level 0.01, kecuali pada model 1 (pada level 0.10). Hasil ini, menjelaskan bahwa apabila ALPHA naik dari 0 hingga 5 persen, ada hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan *returns* obligasi (ABR). Tetapi hubungan tersebut berubah menjadi tidak positif pada kepemilikan manajerial 5-25 persen. Ditunjukkan pada keempat model, bahwa nilai statistik t koefisien $ALPHA_{0.05-0.25}$ terletak antara -3.25 dan -2.24 dan signifikan pada level 0.05. Kemudian, pada saat ALPHA meningkat di atas 25 persen, hubungan itu berubah menjadi positif lagi dan melemah (tidak signifikan secara statistik).

Pengujian statistik di atas memberikan simpulan bahwa penilaian obligasi (yang ditunjukkan sebagai *returns* obligasi) di Indonesia dipengaruhi oleh proporsi saham dimiliki oleh manajemen dan hubungan (dampak) tersebut bersifat tidak monotonik. Hubungan positif antara ABR dan $ALPHA_{<0.05}$ (kepemilikan manajerial rendah) pada semua model adalah tidak konsisten dengan temuan Bagnani et al.

⁸ Seperti dikemukakan oleh Morck et al. (1988) dalam Bagnani et al. (1994), bahwa sebenarnya tidak ada suatu pembenaran secara teoritis mengenai besar angka-angka ini.

(1994) yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan premi *return* obligasi pada level kepemilikan 5 hingga 25 persen ($ALPHA_{0.05-0.25}$).

Untuk menjelaskan hasil penelitian ini, mungkin dapat menghubungkan beberapa hasil penelitian terkait sebelumnya, misalnya temuan Morck et al. (1988), DeFusco et al. (1990) dan Mehran (1992). Morck et al. (1988) menemukan hubungan positif antara nilai perusahaan dan kepemilikan manajerial pada level kepemilikan manajerial 0 hingga 5 persen dan dijelaskan bahwa kinerja perusahaan yang lebih baik tersebut mungkin bukan karena mekanisme kendali manajemen, melainkan karena ada mekanisme insentif manajerial, seperti saham bonus, opsi saham, dan lain-lain (*entrenchment*). Dengan logika yang sama, hubungan positif antara *returns* obligasi dengan kepemilikan saham manajerial pada level rendah, dapat diartikan bahwa pemberian hak kepemilikan saham kepada manajemen dapat meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga investor obligasi merespon positif terhadap kepemilikan saham manajerial tersebut.

Pemberian insentif manajerial (saham) ini, di satu sisi dapat meningkatkan kinerja perusahaan (nilai saham), tetapi di sisi lain pemberian saham eksekutif juga meningkatkan preferensi manajer terhadap risiko (DeFusco et al. 1990 dan Mehran 1992). Oleh karena itu masuk akal, apabila kenaikan kepemilikan manajerial dalam sampel penelitian ini direspon oleh investor dengan menyaratkan *returns* obligasi lebih besar. Hal itu untuk melindungi kepentingan pemegang obligasi dari perilaku manajer yang lebih memihak kepada kepentingan pemegang saham.

Tabel 3: Ringkasan Hasil *Piecewise Linear Ordinary Least Squares Regressions* dari *Returns* Obligasi (ABR) Terhadap Struktur Kepemilikan Saham manajerial (ALPHA) dan Variabel-variabel Kontrol

Variabel	Spesifikasi Model			
	1	2	3	4
Constant	-0.0001 (-0.01)	-0.0058 (-0.50)	-0.0011 (-0.03)	-0.0701 (-0.56)
$ALPHA_{<0.05}$	1.421 (2.89)*	1.936 (3.85)***	1.413 (2.75)***	1.917 (3.67)***
$ALPHA_{0.05-0.25}$	-0.382 (-2.35)**	-0.529 (-3.25)**	-0.381 (-2.24)**	-0.527 (-3.11)**
$ALPHA_{>0.25}$	0.0094 (0.14)	-0.008 (-0.13)	0.0121 (0.16)	0.0028 (0.04)
DR	-	-0.002 (-2.57)**	-	-0.0021 (-2.53)**
DEVROE	-	0.0173 (0.84)	-	0.0168 (0.78)
SIZE	-	0.0057 (0.6)	-	0.0066 (0.67)
DMS	-	-	-0.0021 (-0.09)	-0.0088 (-0.40)
DMR	-	-	0.0015 (0.04)	0.0036 (0.11)
Adjusted R-square	0.154	0.265	0.087	0.21
Statistik F	2.82*	2.80**	1.57	2.00*

Keterangan: angka dalam tanda () adalah nilai statistik bagi koefisien regresi yang bersangkutan,
*** berarti signifikan pada level 0.01
** berarti signifikan pada level 0.05
* berarti signifikan pada level 0.10

Koefisien regresi negatif pada $ALPHA_{0.05-0.25}$ merupakan bukti bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, kecenderungan manajer mengambil risiko turun, sehingga risiko utang yang beredar menjadi lebih kecil. Pada saat yang sama, investor akan meminta *returns* obligasi semakin rendah. Sedangkan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan *returns* obligasi pada level kepemilikan manajerial di atas 25 persen dapat dijelaskan, bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka *returns* obligasi semakin tinggi pula.

Mengacu pendapat Morck et al. (1988), bahwa apabila kepemilikan manajerial tinggi dan terdapat keluarga pemilik sebagai pengelola perusahaan, maka kinerja perusahaan menjadi rendah. Barangkali perusahaan-perusahaan di Indonesia termasuk perusahaan yang dikelola oleh keluarga dekat pemilik, sehingga pada saat perusahaan menawarkan obligasi direspon oleh investor dengan mensyaratkan *returns* yang tinggi. Hal itu untuk melindungi kepentingan pemegang obligasi dari risiko kegagalan perusahaan yang lebih besar akibat kinerja perusahaan yang rendah apabila kepemilikan saham manajerial semakin tinggi.

Dengan memperhatikan variabel-variabel kontrol dalam model, koefisien regresi untuk leverage perusahaan yang diwakili oleh DR adalah sebesar -0.0020 dan -0.0021 , secara umum signifikan pada level 0.05 dalam model 2 dan 4. Hasil ini dapat dijelaskan bahwa apabila leverage perusahaan meningkat, maka risiko obligasi akan naik dan return obligasi menjadi turun. Hasil ini tidak konsisten dengan hipotesis yang diharapkan.

C. PENGUJIAN HIPOTESIS LANJUTAN (*HIPOTESIS WEALTH TRANSFER*)

Pengujian ini untuk mengetahui bagaimanakah peran manajer dalam mendorong suatu pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham. Konflik kepentingan antara manajer-pemegang saham dengan pemegang obligasi ini dapat diketahui melalui pengamatan terhadap hubungan antara kepemilikan saham manajerial dengan (1) leverage perusahaan dan (2) berbagai ukuran risiko.

Pada Tabel 5 adalah ringkasan hasil analisis regresi variabel risiko atau leverage perusahaan dan kepemilikan manajerial. Model 1 adalah hasil regresi risiko non sistematis terhadap tiga variabel ALPHA, model 2 adalah hasil regresi risiko return total terhadap tiga variabel ALPHA, model 3 adalah hasil regresi risiko sistematis terhadap tiga variabel ALPHA, dan model 4 merupakan hasil regresi risiko bisnis terhadap tiga variabel ALPHA. Sedangkan pada model 5 adalah regresi leverage perusahaan terhadap tiga variabel ALPHA.

Hasil regresi *OLS piecewise* pada Tabel 5, model 5 menunjukkan bahwa, koefisien $ALPHA_{<0.05}$ sebesar 233.977, koefisien $ALPHA_{0.05-0.25}$ sebesar -71.15 dan signifikan pada level signifikansi 0.10. Sedangkan koefisien $ALPHA_{>0.25}$ sebesar -7.04 tidak signifikan. Secara empiris dapat dibuktikan, bahwa pada level kepemilikan manajerial 0-5 persen, hubungan antara *leverage* dan kepemilikan manajerial adalah positif, sedangkan pada level kepemilikan 5-25 persen ataupun di atas 25 persen, hubungan tersebut berubah menjadi tidak positif.

Variabel Independen	Spesifikasi Model				
	1	2	3	4	5
	Variabel Dependen Risiko				
	π_{π}	π_{π}	π	DEVROE	DR
Constant	0.174 (9.09)***	1.197 (7.94)***	1.964 (8.02)***	0.374 (4.37)***	9.535 (4.55)***
$ALPHA_{<0.05}$	-0.274 (-0.24)	8.542 -0.94	3.828 -0.26	-2.175 (-0.42)	233.977 (1.85)*
$ALPHA_{0.05-0.25}$	-0.0628 (-0.16)	-1.353 (-0.45)	-0.314 (-0.06)	0.302 -0.18	-71.15 (-1.69)*
$ALPHA_{>0.25}$	-0.0412 (-0.26)	-1.048 (-0.84)	-1.973 (-0.97)	0.0878 -0.12	-7.04 (-0.40)
Adjusted R-square	-0.083	-0.042	0.066	-0.101	0.043
Statistik F	0.232	0.593	0.381	0.082	1.445

Keterangan: angka dalam tanda () adalah nilai statistik bagi koefisien regresi yang bersangkutan,

*** berarti signifikan pada level 0.01

** berarti signifikan pada level 0.05

* berarti signifikan pada level 0.10

Secara umum hasil pembuktian ini dapat dikatakan bahwa hubungan antara *leverage* dan kepemilikan saham manajerial adalah tidak jelas. Pada level kepemilikan manajerial rendah, kenaikan kepemilikan saham manajerial diikuti oleh kenaikan *leverage* perusahaan, tetapi pada suatu level tertentu, kenaikan kepemilikan tersebut akan diikuti oleh penurunan *leverage* perusahaan. Untuk menentukan suatu tingkat kepemilikan tertentu, di mana terjadi perubahan arah hubungan *leverage* dan kepemilikan manajerial (lebih lanjut disebut *cut-off rate*), pada bagian terakhir dari bab ini dikemukakan pembuktian tambahan.

Hubungan positif antara *leverage* dan kepemilikan saham manajerial pada level kepemilikan rendah, adalah konsisten dengan hipotesis Smith dan Watts (dalam Mehran 1992), bahwa kepemilikan saham manajerial berdampak pada sikap manajer terhadap

risiko dan bahwa manajer yang memiliki saham perusahaan lebih besar akan menggunakan utang lebih besar pula. Kenaikan preferensi manajer terhadap risiko (melalui penggunaan utang lebih besar), sebenarnya merupakan suatu mekanisme yang memungkinkan suatu pemindahan kekayaan pemegang obligasi kepada pemegang saham, yaitu melalui suatu pergeseran risiko yang seharusnya ditanggung oleh pemegang saham. Dalam hal ini, perilaku manajer-pemegang saham akan merugikan kepentingan pemegang obligasi.

Sedangkan hubungan negatif antara *leverage* dan kepemilikan manajerial, pada saat kepemilikan manajerial semakin tinggi, menunjukkan bahwa semakin tinggi kekayaan manajemen tertanam dalam saham perusahaan, manajer akan terkonsentrasi pada risiko (*non diversifiable*) yang lebih besar, sehingga manajer berusaha untuk menurunkan tingkat risiko dengan menjaga level utang perusahaan rendah. Dalam hal ini, kecenderungan manajer untuk mengabaikan kepentingan pemegang obligasi menjadi turun. Hasil yang sama dikemukakan oleh Friend dan Lang (1988).

Hasil pengujian ini secara umum dapat dijelaskan, bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan sikap manajer terhadap risiko. *Leverage* perusahaan sebagai salah satu wakil risiko terbukti terkait erat dengan struktur kepemilikan saham manajerial. Sebagai kontribusi penelitian ini adalah bahwa kepemilikan manajerial berdampak pada *leverage* dan hubungan (dampak) tersebut bersifat tidak monotonik. Dengan demikian, bukti lemah ini juga mendukung dugaan tentang keberadaan kepemilikan saham manajerial mendorong suatu pertentangan kepentingan antara pemegang saham dan pemegang obligasi (*wealth transfer hypothesis*).

D. PEMBUKTIAN TAMBAHAN

Seperti dikemukakan di atas, penelitian ini menemukan hubungan yang tidak monotonik antara *leverage* perusahaan dan kepemilikan saham manajerial. Pada level rendah kepemilikan saham manajerial, hubungan antara *leverage* dan kepemilikan manajerial adalah positif, tetapi dengan semakin tinggi kepemilikan tersebut, pada level tertentu hubungan tersebut berubah menjadi tidak positif lagi. Pada pembuktian tambahan ini ingin diketahui *cut-off rate* yang menunjukkan perubahan arah tersebut.

Pada pembuktian di atas dijelaskan, bahwa perubahan arah hubungan antara *leverage* dan kepemilikan saham manajerial terjadi pada level kepemilikan manajerial antara 5 dan 25 persen. Oleh karena itu, suatu level tertentu yang menunjukkan titik perubahan tersebut dapat diperkirakan berkisar antara level kepemilikan 5 dan 25 persen. Untuk mengestimasi nilai tersebut digunakan analisis terhadap tanda koefisien regresi *leverage* (DR) terhadap kepemilikan manajerial (ALPHA) melalui percobaan I hingga XI. Pada percobaan I, diperkirakan *cut-off point* sebesar 10 persen. Percobaan II, diperkirakan *cut-off point* sebesar 15 persen. Selanjutnya pada percobaan III hingga XI, diperkirakan *cut-off point*

sebesar 17,5 hingga 20 persen (lihat Tabel 6).

Sebagai disajikan pada Tabel 6, penelitian terhadap obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya ini menemukan, bahwa pada level kepemilikan saham manajerial kurang dari 19,9 persen (atau ditunjukkan oleh koefisien *slope* ALPHA pada percobaan I hingga IX), hubungan *leverage* dan kepemilikan saham manajerial adalah positif. Pada level kepemilikan saham manajerial di atas 19,9 persen, hubungan tersebut berubah menjadi tidak positif lagi (seperti ditunjukkan pada hasil percobaan X dan XI). Dengan demikian, penelitian ini menemukan *cut-off rate* di Indonesia sebesar 19,9 persen.⁹ Hasil ini masih bersifat lemah, karena hanya disimpulkan dari data dalam jumlah sangat kecil (sampel sebesar 31) jika dibandingkan dengan jumlah obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya (populasi sebesar 163) pada saat pengamatan dilakukan.

Tabel 5: Penentuan *Cut-off Rate* Hubungan *Leverage* (DR) dan Kepemilikan Manajerial (ALPHA)

Percobaan	Kepemilikan Manajerial (%)	Koefisien Slope (nilai statistik t)	Tanda
I	ALPHA < 10,00	27,386 (0,598)	Positif
II	ALPHA < 15,00	9,573 (0,276)	Positif
III	ALPHA < 17,50	3,875 (0,130)	Positif
IV	ALPHA < 18,00	2,955 (0,102)	Positif
V	ALPHA < 18,50	2,099 (0,074)	Positif
VI	ALPHA < 19,00	1,303 (0,048)	Positif
VII	ALPHA < 19,50	0,566 (0,021)	Positif
VIII	ALPHA < 19,75	0,217 (0,008)	Positif
IX	ALPHA < 19,90	0,012 (0,000)	<i>Cut-off point</i>
X	ALPHA < 19,95	-0,055 (-0,002)	Negatif
XI	ALPHA < 20,00	-0,122 (-0,005)	Negatif

⁹ Friend dan Lang (1988) dalam penelitian di Amerika menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan *leverage* pada level kepemilikan di atas 13.825 persen.

V. KONKLUSI

Penelitian ini mencoba memberikan bukti empiris atas konflik keagenan antara kreditor dan manajer-pemegang saham. Hasil analisis data dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, memberikan beberapa simpulan sebagai berikut ini.

- a. Struktur kepemilikan saham manajerial berdampak pada *returns* obligasi perusahaan di Indonesia.
- b. Dampak kepemilikan saham manajerial terhadap nilai obligasi perusahaan adalah non monotonik, terbukti ada hubungan positif signifikan antara return obligasi dan kepemilikan manajerial pada tingkat kepemilikan rendah (0-5%), kemudian hubungan tersebut berubah tidak positif pada kepemilikan manajerial menengah (5-25%) dan semakin tinggi kepemilikan manajerial (di atas 25%), hubungan tersebut melemah dan berubah positif lagi.
- c. Reaksi investor terhadap harga obligasi juga dipengaruhi oleh rasio utang dalam struktur modal (*leverage*) perusahaan, dan hubungan tersebut bersifat non monotonik.
- d. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis *wealth transfer*. Keberadaan proporsi saham dimiliki oleh manajemen dapat mendorong suatu pemindahan kekayaan dari pemegang obligasi kepada pemegang saham, terbukti dengan keberadaan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan *leverage* pada tingkat kepemilikan manajerial rendah (kurang dari 19,9 persen), kemudian hubungan tersebut berubah tidak positif dengan peningkatan kepemilikan manajerial.

Penelitian yang dilakukan dengan sampel obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya periode 1998-1999 ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain disebutkan sebagai berikut ini.

- a. Jumlah observasi kecil dan hanya melibatkan dua periode tahun pengamatan.
- b. Sampel dalam penelitian ini melibatkan obligasi-obligasi perusahaan dengan transaksi perdagangan tipis (*infrequent trading*).
- c. Penelitian ini belum melibatkan tingkat suku bunga bebas risiko (*risk free rate*) yang dapat mewakili *interest rate risk*, sehingga pengaruh perubahan suku bunga tersebut pada harga obligasi tidak dapat dideteksi.
- d. Penelitian ini dilakukan pada masa krisis ekonomi yang melanda negara-negara Asia, termasuk Indonesia. Barangkali faktor-faktor ekonomi makro lebih menentukan gerakan harga obligasi di Indonesia pada masa itu dan bukan hanya pengaruh variabel kepemilikan saham manajerial saja.
- e. Ada indikasi perusahaan-perusahaan di Indonesia dimiliki secara terkonsentrasi oleh keluarga (*family controlled firms*). Seperti dijelaskan dalam teori keagenan bahwa apabila ada kepemilikan terkonsentrasi maka peranan pemegang saham kendali (*controlling shareholders*) menjadi dominan sehingga ada kemungkinan *insiders*

melakukan ekspropriasi (Laporta, Silanes, Shleifer dan Vishny, 1999, 2000) terhadap kreditur. Perubahan *returns* obligasi mungkin bukan sebagai dampak dari kepemilikan saham manajerial, melainkan dampak kepemilikan terkonsentrasi. Penelitian ini belum mengarah pada fenomena ini.

Akibat dari keterbatasan-keterbatasan tersebut, mungkin hasil penelitian ini memiliki tingkat generalisasi atau validitas eksternal yang rendah untuk diaplikasikan pada *setting* yang berbeda. Oleh karena itu, saran yang diberikan untuk penelitian serupa lebih lanjut adalah sebagai berikut ini.

- a. Penelitian lebih lanjut terhadap topik serupa perlu dilakukan dengan melibatkan periode tahun yang lebih panjang dan di luar masa krisis, sehingga didapatkan jumlah dan kualitas data yang lebih memadai untuk diamati.
- b. Setelah ada suku bunga bebas risiko yang relevan di Indonesia, bisa dilakukan penelitian serupa dengan metode penilaian obligasi yang disesuaikan dengan perubahan *risk free rate*, misalnya dengan *mean-adjusted model* yang dikembangkan oleh Handjinicolaou-Kalay (1984), agar didapatkan taksiran gerakan harga obligasi yang lebih realistis.
- c. Penambahan variabel kontrol dalam penelitian serupa, mungkin akan memberikan kontribusi lebih besar dan kuat mengenai kesahihan hasil analisis yang ditemukan, misalnya dengan melihat pengaruh perbedaan tahun (waktu), konsentrasi kepemilikan dan lain-lain.
- d. Penelitian serupa di masa datang perlu dilakukan dengan hanya melibatkan obligasi-obligasi yang diperdagangkan aktif, misalnya obligasi ditransaksikan sekurang-kurangnya 21 kali dalam tahun kalender yang sama dan jarak perdagangan yang lalu dan sekarang tidak lebih dari 40 hari (Bagnani et al. 1994), agar mengurangi bias estimasi *returns* obligasi rata-rata.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anup & Gerson N. Mandelker. 1987. Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal of Finance* Vol. XLII, No. 4.
- Allen, David S., Robert E. Lamy, and G. Rodney Thompson. 1987. Agency Costs and Alternative Call Provisions: An Empirical Investigation. *Financial Management* Winter.

- Bae, Sung C., Daniel P. Klein and Raj Padmaraj. 1990. Event Risk, Bond Covenants, Agency Cost of Debt and Equity, and Stockholder Wealth. *Financial Management* Vol. 23 No. 4.
- Bagnani, E.S, N.T Milonas, A. Saunders and N.G Travlos. 1994. Managers, Owners, and the Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* Vol. XLIX, No. 2.
- Brigham, Eugene F., and Louis C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*, 5th ed. New York: The Dryden Press.
- Busono, Bibin; 1997, *Mengkaji Pasar Sekunder Obligasi di Indonesia*, Makalah Telah Diseminarkan. Jakarta, Juli.
- Chung, Kee H., 1993, Assets Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance & Accounting* 20(1).
- Cook, Douglas D. and John C. Easterwood. 1994. Poison Put Bonds: An Analysis of Their Economic Role. *The Journal of Finance* Vol. XLIX, No. 5.
- Cooper, Donald R., and C. William Emory. 1995. *Business Research Methods*. 5th ed. Chicago: Irwin.
- Datta, Sudip and Upinder Dhillon. 1993. Bond and Stock Market Response To Unexpected Earning Announcements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 28, No. 4.
- , and Mai E. Iskandar–Datta. 1996. Does Insider Trading Have Information Content for the bond Market?. *Journal of Banking & Finance* 20.

- DeFusco, Richard A.; Robert R. Johnson and Thomas S. Zorn. 1990. The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. *The Journal of Finance* Vol. XLV, No. 2.
- Dhillon, Upinder S. and Herb Jonson. 1994. The Effect Dividend Changes on Stock and Bond Prices. *The Journal of Finance* Vol. XLIX, No. 1.
- Elton, Edwin J., and Martin J. Gruber. 1995. *Modern portfolio Theory and Investment Analysis*. Fifth Edition. New York: John Willey & Sons, Inc.
- Friend, Irwin and Larry H.P Lang. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance* Vol. XLIII, No. 2.
- Gujarati, Damodar N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. New York: McGraw Hill Inc.
- Hand, John R. M.; Robert W. Holthausen, and Richard W. Leftwich. 1992. The effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Price. *The Journal of Finance* Vol. XLVII, No. 2.
- Harris, Milton and Artur Raviv. 1990. Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance* Vol. XLV, No. 2.
- Hartono, Jogiyanto dan Suriyanto. 1999. *Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya Untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa Efek Jakarta*, Makalah (telah diseminarkan). Universitas Diponegoro. Semarang.
- Haugen, R. and L. Senbet. 1981. Resolving The Agency Problem of External Capital Through Options. *The Journal of Finance* 36.

- Jensen, M. C. and W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3.
- Kalay, Avner. 1981. *Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints*. New York: New York University.
- Koutsoyiannis, A.. 1977. *Theory of Econometrics*. Second Edition. London: Macmillan Publishers Ltd.
- Laporta, R., lopez de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. 1999. Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance* Vol. LIV, No. 2
- Laporta, R., lopez de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. 2000. Investor Protection and Corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- Leland, Hayne E. 1994. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*. Vol. XLIX, No. 4.
- Liu, Pu; Fazal J. Seyyed and Stanley D. Smith. 1999. The Independent Impact of Credit Rating Refinement on Yield Premiums. *Journal of Business Finance & Accounting* 26(3) & (4).
- Mehran, Hamid. 1992. Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. *Journal of Quantitative Analysis* Vol. 27, No. 4.
- Miswanto, and Suad Husnan. 1999. The Effect of Operating Leverage, Cyclicity, and Firm Size on Business Risk. *Gadjah Mada International Journal of Business* Vol. I, No. 1.

Morck, Randall; Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. 1988. Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 293-315.

Rajan, Raghuran and Andrew Winton. 1995. Covenant and Collateral as Incentives to Monitor *The Journal of Finance* Vol. L, No. 4.

Saunders, Anthony, Elizabeth Strock and Nickolaos G Travlos. 1990. Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking. *The Journal of Finance*. Vol. XLV, No. 2.

Smith, Clifford W., Jr; and Jerod B. Warner. 1979. *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*. University of Rochester, Rochester, NY 14627, USA.

Stulz, Rene M.. 1988. Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20.

Tufano, Peter. 1996. Who Manages Risk? An Empirical Examination of Management Practices in the Gold Mining Industry. *The Journal of Finance* Vol. LI, No. 4.

Williams, Joseph. 1987. Perquisites, Risk, and Capital Structure. *The Journal of Finance* Vol. XLII, No. 1.

Wu, Chunchi. 1993. Information Asymmetry and the Sinking Fund Provision *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 28, No. 3.

Zion, Uri Ben- and Sol S. Shalit. 1975. Size, Leverage, and Dividend Record as Determinant of Equity Risk. *The Journal of Finance* Vol. XXX, No. 4.