

PENGARUH *FINANCIAL RESTRUCTURING* TERHADAP *BONDHOLDER WEALTH*: SEBUAH TINJAUAN TEORITIS

Christian Herdinata

Universitas Ciputra, Surabaya

ABSTRAC

Many of the spectacular surge in the restructuring of companies around the world. Restructuring activities largely focused on improving the efficiency of companies through financial restructuring. Financial restructuring of the view that the decision may lead to redistribution of wealth between shareholders and creditors (bondholder) has been widely discussed since the Black and Scholes (1973), but the change in capital structure as a result of financial restructuring affects bondholder wealth has not been much discussed. Financial restructuring that occurs through changes incorporate capital structure, for example: leveraged buy-out (LBO), leveraged recapitalizations (LRs), buy back shares, or employee stock ownership plans (ESOPs) that affect the wealth of bondholders to be interesting to study. The expected outcome of this research is to give a comprehensive overview of a theoretical and empirical review of how financial restructuring affects bondholder wealth.

Keywords: *financial restructuring, bondholder, capital structure, redistribution of wealth.*

PENDAHULUAN

Telah banyak lonjakan spektakuler dalam restrukturisasi perusahaan di seluruh dunia. Regulasi pasar, kemajuan teknologi, dan persaingan yang ketat dalam mendapatkan modal telah mendorong perusahaan bergerak di luar bisnis mereka dan mengubah strategi pembiayaan serta membuat perubahan besar dalam struktur organisasi mereka. Kegiatan restrukturisasi sebagian besar berfokus pada peningkatan efisiensi perusahaan melalui restrukturisasi keuangan. Di Eropa, mekanisme berbasis *market-based* secara historis lemah, tetapi telah dipercepat

dengan melakukan integrasi ekonomi dan keuangan serta didorong oleh upaya terpadu Uni Eropa. Di Jepang, proses restrukturisasi telah dilakukan sebagian besar perusahaan dengan beberapa bentuk reorganisasi dalam menghadapi krisis perbankan dan stagnasi ekonomi.

Penelitian ini memberikan gambaran yang komprehensif dari sebuah tinjauan teoritis dan empiris tentang bagaimana restrukturisasi keuangan (*financial restructuring*) mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi (*bondholder wealth*). Hal ini merupakan isu yang menarik dan masih belum banyak yang mengulas secara lengkap dalam literatur menurut pengamatan penulis sampai dengan saat ini.

Pandangan bahwa keputusan restrukturisasi keuangan dapat menyebabkan redistribusi kekayaan antara pemegang saham dan kreditur (*bondholder*) telah banyak dibahas sejak Black dan Scholes (1973), tetapi perubahan dalam struktur modal yang mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi belum banyak dibahas. Transaksi restrukturisasi keuangan yang mengubah struktur modal perusahaan sehingga mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi (Renneboog & Szilagyi, 2006), antara lain:

- Isu utang yang meningkat tidak mengurangi kekayaan pemegang obligasi, kecuali peningkatan utang yang digunakan untuk menutupi kekurangan arus kas. Hal ini merupakan kondisi yang terjadi ketika dana yang dipinjamkan oleh pemegang obligasi kepada perusahaan yang sedang berada dalam kondisi kesulitan keuangan, sehingga arus kas untuk operasional tidak mencukupi dan utang menjadi alternatif yang digunakan untuk menutupi kekurangan tersebut. Kondisi ini dapat menyebabkan berkurangnya kekayaan pemegang obligasi karena ketidakmampuan pihak perusahaan dalam membayar pokok dan bunga utang.
- Opsi saham bagi manajemen akan mengurangi kekayaan pemegang obligasi, hal ini mencerminkan penataan kembali kepentingan manajerial dan pemegang saham dengan mengorbankan pemegang obligasi (*bondholder*). Hal ini terjadi karena pihak manajemen memiliki perilaku yang cenderung kurang menyukai risiko (*risk averse*) karena lebih memilih untuk mencari posisi yang

aman dan nyaman, maka pemegang saham memberikan opsi saham untuk menyalurkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham, sehingga pihak manajemen dapat berani mengambil risiko untuk memperoleh *return* yang sesuai dengan harapan pemegang saham. Di sisi lain, kreditur dapat dirugikan jika pihak manajemen menjalankan proyek yang terlalu berisiko karena dapat menyebabkan kesulitan dalam pembayaran pokok dan bunga utang bagi pemegang obligasi.

- *Leveraged buyout* dan *leveraged recapitalization* dapat mengurangi kekayaan pemegang obligasi. Hal ini disebabkan karena *leveraged buyout* dan *leveraged recapitalization* akan meningkatkan jumlah utang perusahaan dalam jumlah yang besar, sehingga hal ini membawa risiko bagi pemegang obligasi untuk mendapatkan pembayaran atas pokok dan bunga utang yang sesuai.
- Perubahan dividen dan pembelian kembali saham memiliki dampak yang ambigu dalam mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi. Hal ini disebabkan ketika pembayaran dividen tinggi dan hal tersebut sebagai dampak dari kenaikan laba ditahan merupakan suatu hal yang tidak mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi, tetapi apabila pembayaran dividen yang tinggi menggunakan dana yang berasal dari utang maka hal ini akan mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka menjadi hal yang unik dan menarik dari penelitian ini untuk dapat memberikan gambaran seperti apa pengaruh restrukturisasi keuangan terhadap kekayaan dari pemegang obligasi melalui tinjauan secara teoritis dan empiris.

TINJAUAN TEORITIS

Kegiatan restrukturisasi umumnya dikaitkan dengan tiga motivasi dalam literatur, yaitu: (1) untuk mengatasi kinerja yang buruk, (2) untuk mengeksploitasi peluang strategis, dan (3) untuk memperbaiki kesalahan penilaian. Restrukturisasi keuangan merupakan perubahan struktur modal perusahaan misalnya melalui *leveraged buy-out (LBO)*, *leveraged recapitalizations(LRs)*, pembelian kembali

saham, atau rencana kepemilikan saham karyawan (ESOPs). Penjelasan berkaitan dengan restrukturisasi keuangan secara teoritis sebagai berikut:

Value Creation

Motivasi klasik untuk restrukturisasi perusahaan adalah dapat menggunakan asset perusahaan dengan baik untuk menghasilkan sesuatu yang bernilai tinggi. Selama restrukturisasi dilakukan untuk meningkatkan kinerja operasional perusahaan, maka hal itu menciptakan nilai bagi pemegang saham dan kreditur (Renneboog & Szilagyi, 2006). Kinerja operasional yang dimaksud merupakan aktivitas internal perusahaan yang dilakukan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Agency Costs of Outside Equity

Konflik antara pemegang saham dan manajer muncul karena pihak manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun, manajemen sebaliknya peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Oleh karena itu, pihak manajemen akan terancam reputasinya jika perusahaan mengalami kebangkrutan, sehingga perilaku manajemen cenderung kurang menyukai risiko (*risk averse*). Di sisi lain, kreditur juga dapat dirugikan jika pihak manajemen menjalankan proyek yang terlalu berisiko karena dapat menyebabkan kesulitan dalam pembayaran bunga dan pokok utang. Oleh karena itu, tujuan dari manajer dan kreditur untuk mengurangi tingkat risiko bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Hubungan ini pertama kali diungkapkan oleh Black dan Scholes (1973). Di sisi lain, dalam pandangan klasik, penataan kembali kepentingan manajerial dan pemegang saham akan mengabaikan kepentingan kreditur.

Agency Costs of Risky Debt

Pengambilan keputusan diambil untuk menyelesaikan konflik atasan dan bawahan serta antara kreditur dan pemegang saham. Pemegang saham dapat mengganti aset yang berisiko tinggi dengan yang berisiko rendah, sehingga mengurangi konflik kepentingan pemegang saham dengan kreditur (Jensen dan Meckling, 1976). Apabila pemegang saham mengambil risiko yang tinggi dengan harapan mendapatkan tingkat keuntungan yang tinggi, maka hal ini telah diantisipasi oleh kreditur dengan menetapkan jatuh tempo utang jangka pendek secara konsisten dalam rangka pembayaran pokok dan bunga utang (Ozkan, 2000) dan menyepakati perjanjian sesuai kontrak utang. Billett, King, dan Mauer (2006) menunjukkan bahwa penggunaan perjanjian terkait dengan utang akan menyebabkan adanya *agency cost*. John dan Nachman (1985) menunjukkan bahwa pemegang saham memiliki keinginan untuk mengurangi konflik dengan kreditur karena pemegang saham ingin menjaga reputasi agar tetap baik terhadap kreditur sebagai pemberi pinjaman dan diharapkan adanya kerja sama yang berkelanjutan di masa yang akan datang.

Signalling Effect of Restructuring Decisions

Beberapa model teoritis menunjukkan bahwa dalam asimetri informasi, restrukturisasi perusahaan memiliki implikasi sinyal yang penting, karena dapat mencerminkan informasi tentang nilai perusahaan. Leland dan Pyle (1977), Ross (1977), serta DeAngelo dan Masulis (1980) menunjukkan bahwa peningkatan *leverage* mengarahkan pada kedisiplinan pihak manajemen, sehingga mendapat reaksi positif dari harga saham. Reaksi dari harga obligasi kemudian tergantung pada *trade off* antara efek negatif risiko *leverage* yang meningkat dan efek positif dari pengendalian terhadap pihak manajemen dengan peningkatan *leverage*. Flannery (1986) berpendapat bahwa pilihan jatuh tempo utang juga memberikan sinyal tentang *probability default* perusahaan. Selain itu, Bhattacharya (1979), Kalay (1980) dan Miller dan Rock (1985) menekankan efek sinyal terkait dengan keputusan pembayaran perusahaan.

Tax Benefit of Debt

Fama dan Miller (1972) menunjukkan bahwa ketika perusahaan menggunakan *leverage* dalam struktur modal, nilainya meningkat dari subsidi pajak atas pembayaran bunga. Keuntungan diperoleh pemegang saham perusahaan, namun secara tidak langsung dapat menguntungkan semua *stakeholders* termasuk kreditur melalui aliran kas yang lebih baik. Namun, manfaat pajak dari utang diperdebatkan yaitu apakah manfaat pajak merupakan motif yang benar untuk pendanaan perusahaan dengan utang (Modigliani dan Miller 1963; Miller, 1977; DeAngelo dan Masulis 1980). Bartholdy dan Mateus (2003) menemukan bahwa pajak mempengaruhi keputusan dalam struktur modal.

Expected Bankruptcy and Reorganization Cost

Literatur menunjukkan bahwa biaya dari kebangkrutan dan reorganisasi memiliki pengaruh pada nilai *leverage* perusahaan. Biaya ini termasuk biaya pengacara dan akuntan, biaya hukum dan biaya ketika pihak manajemen terlibat dalam proses kepailitan dan reorganisasi. Warner (1977) memperkirakan bahwa biaya langsung dari kebangkrutan mempengaruhi nilai perusahaan.

TINJAUAN EMPIRIS

Transaksi restrukturisasi keuangan secara fundamental berbeda dari restrukturisasi portofolio, dalam arti bahwa mereka mengubah struktur modal perusahaan. Kreditur sangat dipengaruhi oleh perubahan struktur modal, karena hal tersebut memerlukan perubahan yang cukup besar dalam rasio utang perusahaan dan akan mengubah *probability default* perusahaan. Masulis (1980) mempertimbangkan tiga efek yang secara luas mendefinisikan perubahan kekayaan kreditur atas perubahan struktur modal yaitu: (1) efek redistribusi kekayaan (Jensen dan Meckling 1976); (2) efek biaya kebangkrutan (Robichek dan Myers 1966; Kraus dan Litzenberger 1973), dan (3) efek pajak (Modigliani dan Miller 1963). Arah dan ukuran perubahan kekayaan kreditur juga sangat dipengaruhi oleh pertimbangan sinyal yang mencerminkan ekspektasi pada kedisiplinan manajerial dan kinerja perusahaan, dan setiap efek dari investasi.

New Security Issues and Security Exchanges

New Debt Issues

Efek kekayaan kreditur dari perubahan struktur modal dapat diselidiki melalui respon dari pemegang obligasi yang ada untuk pengumuman modal baru. Literatur empiris memberikan bukti langsung tentang efek kekayaan penerbitan utang. Kolodny dan Suhler (1988) menemukan bahwa pengumuman tentang utang baru memiliki efek positif pada pemegang obligasi yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa sinyal positif yang disampaikan oleh isu utang baru mendominasi. Hasil ini relatif sama dengan Akhigbe, Easterwood dan Pettit (1997) yang menemukan bahwa harga obligasi mendapat sinyal negatif hanya ketika masalah utang baru dilakukan karena kekurangan arus kas saat ini, sedangkan isu utang baru yang lain mendapat sinyal positif.

Seasoned Equity Offering

Teori menunjukkan bahwa pasar saham cenderung bereaksi negatif terhadap isu-isu ekuitas baru (Myers dan Majluf 1984; Asquith dan Mullins 1986; Masulis dan Korwar 1986). Persepsi bahwa *seasoned equity offering* (SEO) menyampaikan sinyal negatif tentang prospek perusahaan didukung oleh temuan bahwa rata-rata terjadi penurunan kinerja setelah transaksi tersebut (Loughran dan Ritter, 1997; Jegadeesh 2000). Kalay dan Shimrat (1987) menemukan bahwa harga obligasi bereaksi negatif terhadap pengumuman SEO, tetapi sebaliknya Eberhart dan Siddique (2002) menemukan hasil yang berbeda bahwa harga obligasi bereaksi positif terhadap pengumuman SEO. Selanjutnya, Elliott, Prevost dan Rao (2004) menemukan bukti yang relatif sama bahwa harga obligasi bereaksi positif terhadap pengumuman SEO.

Executive Stock Option Plans (ESOPs)

ESOPs digunakan untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham. Penerbitan opsi saham untuk kepentingan karyawan cenderung memiliki dampak yang relatif kecil terhadap struktur modal karena skala yang rendah dan

tidak menyebabkan perubahan secara cepat pada struktur modal. Sebaliknya, ESOPs merupakan cara untuk meluruskan kembali kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham dengan mengorbankan para kreditur. Oleh karena itu, DeFusco, Johnson dan Zorn (1990) menunjukkan bukti yang meyakinkan bahwa pengumuman ESOPs mengakibatkan penurunan yang signifikan dalam kekayaan pemegang obligasi.

Highly Leverage Transactions

Public to Private Transactions

Jensen (1986) menjelaskan bahwa perusahaan LBO biasanya memberikan insentif kuat bagi manajemen untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Maka dari itu, LBO sering diikuti oleh pelepasan aset non-inti. LBO pada dasarnya mengandung masalah keagenan dengan *leverage* yang tinggi. Sejauh bahwa manajer sekaligus menjadi pemegang saham maka LBO dapat langsung mensejajarkan kepentingan manajerial dan pemegang saham (Renneboog, Simons dan Wright, 2005).

Pada LBO harapan yang lebih baik dari kinerja perusahaan di masa depan cenderung tidak memberikan kompensasi bagi kreditur sebagai efek redistribusi kekayaan dengan meningkatnya *leverage*. Hal ini tercermin dalam temuan dari Marais, Schipper dan Smith (1989) bahwa pemeringkat Moody's menurunkan peringkat perusahaan-perusahaan yang secara teratur menjalani LBO. Asquith dan Wizman (1990), Walker (1991), Cook, Easterwood, dan Martin (1992), Travlos dan Cornett (1993), dan Warga dan Welch (1993) memberikan bukti kerugian besar dalam kekayaan pemegang obligasi sekitar pengumuman LBO. Warga dan Welch (1993) menunjukkan kerugian pemegang obligasi yang sangat parah.

Leveraged Recapitalizations

Leveraged Recapitalization (LRs) sering digunakan untuk menghindari penawaran akuisisi. Berdasarkan strategi ini, perusahaan dikenakan utang tambahan yang substansial untuk membeli kembali saham atau membagikan dividen khusus kepada pemegang saham. Pengaruh terkait dengan LRs akan

mendorong kerugian bagi kekayaan pemegang obligasi karena tingginya risiko. Namun, literatur empiris hanya menawarkan bukti yang terbatas untuk efek yang terjadi. Handa dan Radhakrishnan (1991) menemukan bahwa dalam dua minggu di sekitar pengumuman LRs adalah negatif dan tidak signifikan tetapi satu hari sebelum tanggal pengumuman direspon positif. Gupta dan Rosenthal (1991) juga menemukan bahwa secara umum reaksi negatif dan tidak signifikan. Kelemahan dari kedua studi ini bahwa mereka meneliti dengan sampel yang kecil, sehingga dapat terjadi bias. Selain itu, banyak perusahaan yang melakukan LRs berada di bawah ancaman pengambilalihan yang mempersulit penyelidikan.

Corporate Payout

Mekanisme pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan melalui pembagian dividen dan pembelian kembali saham dapat meningkatkan *leverage* jika dana yang digunakan tersebut bersumber dari utang. Apabila pendanaan dengan menggunakan utang tidak memiliki perlindungan yang memadai dalam kontrak perjanjian antara pihak perusahaan dan kreditur, maka hal ini dapat menyebabkan kerugian bagi kreditur.

Bukti tentang dampak dividen pada kekayaan pemegang obligasi. Dhillon dan Johnson (1994) menemukan bahwa harga obligasi jatuh setelah pengumuman kenaikan dividen yang mendukung hipotesis redistribusi kekayaan. Namun, Jayaraman dan Shastri (1988) menemukan bahwa pengumuman dividen khusus memberikan efek sinyal positif. Woolridge (1983) dan Handjinicolaou dan Kalay (1984) memberikan bukti lebih lanjut bahwa penurunan dividen memberikan sinyal negatif yang mengurangi kekayaan pemegang obligasi. Di sisi lain, Dann (1981) dan Maxwell & Stephens (2003) meneliti tentang pembelian kembali saham yang menemukan bukti kerugian pemegang obligasi yang signifikan, tetapi keuntungan yang cukup besar bagi pemegang saham karena mendapat sinyal yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa program pembelian kembali saham masih dipandang oleh pasar sebagai sinyal positif.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini telah memberikan gambaran dari tinjauan teoritis dan empiris tentang bagaimana restrukturisasi keuangan mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi. Hal tersebut ditunjukkan melalui *leveraged buy-out* (LBO), rekapitalisasi (LRs), pembelian kembali saham, dan kepemilikan saham karyawan (ESOPs). Hal ini merupakan gambaran bahwa restrukturisasi keuangan merupakan suatu hal yang kompleks dan multidimensi yang berdampak pada kekayaan kreditur (*bondholder*). Penelitian berikutnya dapat menambah variabel merger dan akuisisi yang dapat menunjukkan restrukturisasi keuangan mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi. Selain itu dapat melakukan penelitian empiris dengan melakukan pemisahan untuk masing-masing industri yang ada di Indonesia untuk melihat pengaruh restrukturisasi keuangan yang dilakukan oleh perusahaan yang mempengaruhi kekayaan pemegang obligasi.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Akhigbe, A., Easterwood, J. C. and Pettit, R. R., 1997, *Wealth Effects of Corporate Debt Issues: the impact of issuer motivations*, Financial Management, Vol. 26, pp. 32-47.
- Asquith, P. and Wizman, T. A., 1990, *Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buyouts*, Journal of Financial Economics, Vol. 27, 1990, pp. 195-213.
- Bartholdy, J. and Mateus, C., 2003, *Debt and Taxes: Evidence from a Bank Based System*, Working Paper (Aarhus Business School, No. WP 06-3).
- Bhattacharya, S., 1979, *Imperfect Information, Dividend Policy and The 'Bird in Hand' Fallacy*, Bell Journal of Economics, Vol. 10, pp. 259-270.
- Billett, M. T., King, T. D. and Mauer, D. C., 2006, *Growth Opportunities and The Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants*, Journal of Finance.
- Black, F. and Scholes, M. S., 1973, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, Vol. 81, pp. 637-654.
- Bowman, E. H. and Singh, H., 1993, *Corporate Restructuring: Reconfiguring The Firm*, Strategic Management Journal, Vol. 14, pp. 5-14.
- Cook, D. O., Easterwood, J. C. and Martin, J. D., 1992, *Bondholder Wealth Effects of Management Buyouts*, Financial Management, Vol. 21, pp. 102-113.

- DeFusco, R. A., Johnson, R. R. and Zorn, T. S., 1990, *The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders*, Journal of Finance, Vol. 45, pp. 617-627.
- Dhillon, U. and Johnson, H., 1994, *The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices*, Journal of Finance, Vol. 49, pp. 281-289.
- Dann, L. Y., 1981, *The Effects of Common Stock Repurchase on Security Holders' Returns*, Journal of Financial Economics, Vol. 9, pp. 101-138.
- DeAngelo, H. and Masulis, R. W., 1980, *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*, Journal of Financial Economics, Vol. 8, pp. 3-29.
- Diamond, D. W., 1991, *Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt*, Journal of Political Economy, Vol. 99, pp. 689-722.
- Elliott, W. B., Prevost, A. K. and Rao, R. P., 2004, *The Announcement Impact of Seasoned Equity Offerings on Bondholder Wealth*, Working Paper (Oklahoma State University).
- Eberhart, A. C. and Siddique, A., 2002, *The Long-Term Performance of Corporate Bonds (and Stocks) Following Seasoned Equity Offerings*, Review of Financial Studies, Vol. 15, pp. 1385-1406.
- Flannery, M. J., 1986, *Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice*, Journal of Finance, Vol. 41, pp.19-37.
- Gibbs, P. A., 1993, *Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow*, Strategic Management Journal, Vol. 14, pp. 51-68.
- Gupta, A. and Rosenthal, L., 1991, *Ownership Structure, Leverage, and Firm Value: The Case of Leveraged Recapitalizations*, Financial Management, Vol. 20, pp. 69-83.
- Handa, P. and Radhakrishnan, A. R., 1991, *An Empirical Investigation of Leveraged Recapitalizations with Cash Payout as Takeover Defense*, Financial Management, Vol. 20, pp. 58-68.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-360.
- John, K. and Nachman, D., C., 1985, *Risky Debt, Investment Incentives, and Reputation in a Sequential Equilibrium*, Journal of Finance, Vol. 40, pp. 863-878.

- Kalay, A., 1980, *Signalling, Information Content, and The Reluctance to Cut Dividends*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 15, pp. 855-869.
- Kalay, A. and Shimrat, A., 1987, *Firm Value and Seasoned Equity Issues: Price Pressure, Wealth Redistribution, or Negative Information*, Journal of Financial Economics, Vol. 19, pp. 109-126.
- Kolodny, R. and Suhler, D. R., 1988, *The Effects of New Debt Issues on Existing Security Holders*, Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 27, pp. 51-72.
- Leland, H. E. and Pyle, D. H., 1977, *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, Journal of Finance, Vol. 32, pp. 371-381.
- Lyandres, E. and Zhdanov, A., 2005, *Underinvestment or Overinvestment? The Effect of Debt Maturity on Investment*, Working Paper (University of Rochester).
- Marais, L., Schipper, K. and Smith, A., 1989, *Wealth Effects of Going Private for Senior Securities*, Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 155-191.
- Maxwell, W. F. and Stephens, C. P., 2003, *The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders*, Journal of Finance, Vol. 58, pp. 895-919.
- Miller, M. H. and Rock, K., 1985, *Dividend Policy Under Asymmetric Information*, Journal of Finance, Vol. 40, pp. 1031-1051.
- Modigliani, F. and Miller, M. H., 1963, *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction*, American Economic Review, Vol. 64, pp. 433-443.
- Murphy, K. J., 1985, *Corporate Performance and Managerial Remuneration: an Empirical Analysis*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 7, pp. 11-42.
- Myers, S. C., 1977, *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, Vol. 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S., 1984, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 187-221.
- Ozkan, A., 2000, *An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure*, European Financial Management, Vol. 6, pp. 197-212.
- Renneboog, L. and Szilagyi, P. G., 2006, *How Do Mergers and Acquisitions Affect Bondholders in Europe? Evidence on The Impact and Spillover of Governance and Legal Standards*, Working Paper (Tilburg University).

- Ross, S. A., 1977, *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*, Bell Journal of Economics, Vol. 8, pp. 23-40.
- Stewart, G. B., III and Glassman, D. M., 1988, *The Motives and Methods of Corporate Restructuring, Part II*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 1, pp. 79-88.
- Warga, A, and Welch, I., 1993, *Bondholder Losses in Leveraged Buyouts*, Review of Financial Studies, Vol. 6, pp. 959-982.
- Walker, M. M., 1991, *Leveraged Buyouts and Bondholder Wealth: The Role of Indenture Covenants*, Akron Business and Economic Review, Vol. 22, pp. 121-131.
- Warner, J. B., 1977, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, Journal of Finance, Vol. 32, pp. 337-347.
- Wech, I., 1989, *Seasoned Offerings, Imitation Costs and The Underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Finance, Vol. 44, pp. 429-449.