



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG
KEINFORMATIFAN LABA DI PASAR OBLIGASI DAN SAHAM:
UJI LIQUIDATION OPTION HYPOTHESIS

Ratna Candra Sari¹

dan

Zuhrohtun² (UPN VETERAN YOGYAKARTA)

Abstract

Previous empirical research on informativeness of earnings has focused on stockholders, and has not examined earnings informativeness for stockholders and bondholders. Stockholders are residual claimants and bondholders are fixed claimants, the informativeness of earnings should differ for these two types of investors. When firm is financially strong, earnings changes should be of limited relevance to bondholders, but should be relevance to bondholders. In contrast, as the likelihood of financial distress increase, stockholder's limited liability allows them to abandon the firm to bondholder and earnings change should be increasingly important to bondholders and less important to shareholders because earnings provide information on firm value. This suggest that the effect of earnings to stock return should decrease as the firm's financial strength declines, while the effect of earnings to bond return should increase. In contrast, when firm's financial condition is strong, the effect of earnings to stock return is higher than the effect of earnings to bond return. We refer to this as the liquidation option hypothesis.

The objective of this study is to examine liquidation option hypothesis. We use bond rating as financial condition's measurement. Consistent with our hypotheses, we find that the effect of unexpected earnings to stock return is significant when firm is financially strong but the effect of unexpected earnings to bond return is not significant. When financial distress increase, the effect of unexpected earnings to stock return is not significant but the effect of unexpected earnings to bond return is significant

Key words : earnings, liquidation option hypothesis, bond returns, stock returns, informativeness of earnings.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

1. LATAR BELAKANG

Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No.1 (1978) menyatakan bahwa laporan keuangan seharusnya memberikan informasi yang berguna untuk investor dan kreditor saat ini dan potensial untuk membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan lain yang sejenis. Salah satu informasi dalam laporan keuangan adalah informasi laba, sehingga secara normatif kreditor dan investor dapat menggunakan laba untuk keputusan investasi dan kredit.

Penelitian terdahulu berfokus pada keinformatifan laba pada pasar saham (Ball dan Brown, 1968; Beaver dan Dukes, 1972; Sloan, 1996; Triyono) dan belum ada penelitian yang menguji perbedaan keinformatifan laba di pasar saham dan obligasi. Obligasi dan saham mempunyai karakteristik yang berbeda, obligasi merupakan *fixed claims*, sedangkan saham adalah *residual claims*. Pemegang obligasi merupakan *fixed claims* karena berapapun laba yang dihasilkan perusahaan, mereka hanya akan menerima penghasilan berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman pada saat jatuh tempo, sedangkan pemegang saham merupakan *residual claims* karena dividen yang akan diterima tergantung dari besarnya laba perusahaan setelah dikurangi untuk pembayaran bunga dan pokok pinjaman bagi kreditor. Berdasarkan perbedaan karakteristik tersebut, keinformatifan laba seharusnya berbeda untuk pemegang obligasi dan saham.

Penelitian mengenai respon pasar obligasi terhadap *unexpected earnings announcements* dilakukan oleh Datta & Dhillon (1993) dan Hotchkiss & Ronen (1999). Penelitian Ratna dan Baridwan (2005) menunjukkan bahwa kualitas laba berpengaruh terhadap *yields* obligasi. Hasil penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bahwa laba mempunyai kandungan informasi di pasar obligasi meskipun obligasi merupakan *fixed claims*.

Pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk, pemegang saham mempunyai opsi likuidasi pada perusahaan karena adanya *limited liability* artinya pemegang saham tidak bisa dituntut melebihi besar modal yang disetor. Pemegang saham tidak akan menerima klaimnya ketika kondisi perusahaan buruk dan harga saham menjadi tidak sensitif pada perubahan laba. Pemegang saham akan melepaskan perusahaan pada

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

pemegang obligasi dan pendapatan pemegang obligasi akan tergantung pada nilai perusahaan, sehingga laba menjadi lebih informatif bagi pemegang obligasi karena laba digunakan sebagai salah satu pengukur nilai perusahaan. Foster (1986) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat ditentukan dengan cara melakukan *present value* terhadap aliran laba yang diharapkan akan diterima perusahaan.

Pada saat kondisi keuangan perusahaan baik, perubahan laba sangat penting bagi pemegang saham karena klaim pemegang saham akan tergantung pada besar laba yang dihasilkan perusahaan, sedangkan pemegang obligasi hanya akan menerima sebesar bunga dan pokok pinjaman.

Plummer dan Tse (1999) menguji *liquidation option hypothesis* dan prediksi teoritis yang dibentuk oleh Fisher and Verrecchia (1997). Penelitian Plummer dan Tse menggunakan *bond rating* sebagai ukuran kondisi keuangan. Hasil penelitian menunjukkan: pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk, pengaruh laba terhadap harga saham menurun tetapi pengaruh laba terhadap harga obligasi meningkat. Pada saat kondisi keuangan perusahaan baik, pengaruh laba terhadap harga saham meningkat, tetapi pengaruh laba terhadap harga obligasi menurun.

Berdasarkan latar belakang tersebut maka penelitian ini bertujuan: pertama, menguji pengaruh perubahan laba terhadap return obligasi dan return saham, kedua menguji *liquidation option hypothesis*, yaitu menguji perbedaan pengaruh perubahan laba terhadap return obligasi dan return saham pada saat kondisi keuangan perusahaan baik dengan pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk.

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi: 1) para peneliti dan akademisi. Pertama, memberikan bukti empiris pengaruh informasi laba terhadap return obligasi dan return saham, meskipun obligasi merupakan *fixed claims*. Kedua, menguji apakah keinformatifan laba di pasar obligasi dan saham berbeda pada kondisi keuangan perusahaan yang berbeda. Ketiga, dapat digunakan sebagai bahan kajian dan pertimbangan serta peluang bagi para peneliti selanjutnya untuk menyempurnakan penelitian ini. Keempat, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi untuk pengembangan ilmu akuntansi keuangan terkait dengan pentingnya laba untuk melakukan keputusan investasi pada sekuritas hutang dan saham di Pasar Modal Indonesia 2) investor institusional dan investor individual dalam memutuskan strategi



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

investasi yang tepat dengan mempertimbangkan pengaruh perubahan laba pada return obligasi dan return saham.

2. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. TEORI SINYAL

Teori Sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor, kreditor). Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar, salah satunya berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan yang akan datang (Wolk et al., 2000).

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain.

Laporan keuangan seharusnya memberikan informasi yang berguna bagi investor dan kreditor untuk membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan sejenis. Laba merupakan bagian dari laporan keuangan sehingga laba seharusnya juga berguna untuk keputusan kredit. Laba dapat digunakan untuk menilai prospek perusahaan misalnya untuk (a) mengevaluasi *performance* manajemen, (b) memperkirakan *earning power*, (c) memprediksikan laba yang akan datang atau (d) menilai risiko investasi atau pinjaman pada perusahaan (SFAC no.1, 1978).

2.2. TEORI KEAGENAN

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara manajer (*agent*) dengan pemilik (*principal*) perusahaan. Satu atau lebih *principal* memberi wewenang dan otoritas kepada *agent* untuk melakukan kepentingan *principals*. Manajer sebagai pihak yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan berkewajiban menyediakan laporan keuangan akan cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya dan hal ini memacu terjadinya konflik keagenan.

Terdapat tiga macam masalah keagenan. Pertama, masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Kedua, masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditor. Ketiga, masalah keagenan antara perusahaan dengan konsumen. Penelitian ini menguji *Liquidation option hypothesis* yang didasarkan pada teori keagenan. *Liquidation option hypothesis* mencermati masalah keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penerbitan surat utang dapat menimbulkan masalah antara manajer, pemegang saham dan kreditor:

1. Jika utang naik dalam struktur modal perusahaan maka risiko bisnis dan operasi dari kreditor meningkat tetapi keputusan investasi dan operasi tetap pada manajer dan pemegang saham. Bisa terjadi dana dari penerbitan obligasi bukan digunakan untuk investasi pada proyek dengan NPV positif tetapi digunakan untuk pembayaran dividen, sehingga perusahaan gagal membayar hutang kepada kreditor. Tetapi kreditor tidak dapat menuntut banyak karena ada *limited liability* dari pihak pemegang saham, artinya pemegang saham tidak dapat dituntut lebih besar dari modal disetor.
2. Manajer-pemegang saham meyakinkan pihak kreditor bahwa mereka akan mencari investasi yang aman guna menerima tingkat bunga pinjaman yang rendah. Selanjutnya mereka melakukan investasi pada proyek yang berisiko tinggi karena memberikan ekspansi imbal balik yang tinggi pula. Jika proyek berhasil maka utang dibayar secara penuh dan imbal hasil yang tersisa sepenuhnya akan menjadi hak pemegang saham. Tetapi jika tidak sukses maka utang tidak dibayar atau pemegang

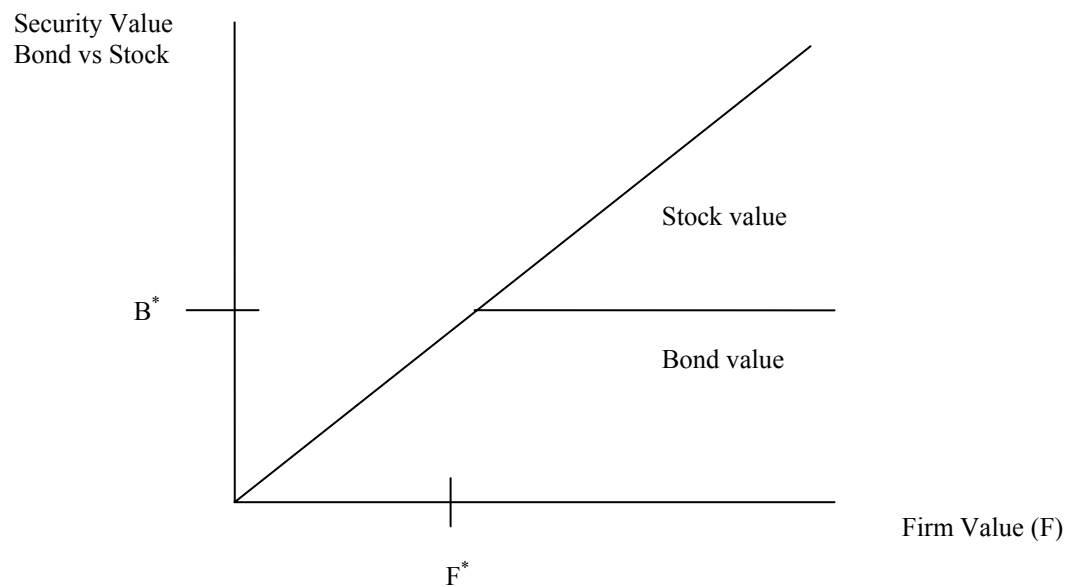
SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

saham dinyatakan gagal bayar. Akhirnya yang menderita kerugian adalah pihak kreditor karena jika investasi sukses hanya menerima imbal hasil tetap sedangkan bila investasi merugi harus menerima kerugian yang sama besar dengan pemegang saham.

2.3. LIQUIDATION OPTION HYPOTHESIS

Liquidation option hypothesis adalah prediksi teoritis yang digunakan untuk menguji keinformatifan laba di pasar obligasi dan saham. Hipotesis ini menguji apakah laba digunakan dalam pengambilan keputusan investasi dan kredit.

Gambar 1 berikut menunjukkan hubungan antara nilai perusahaan dan nilai surat berharga. Sumbu horisontal menunjukkan nilai perusahaan dan sumbu vertikal menunjukkan nilai surat berharga.



Gambar 1: Nilai Surat Berharga (saham vs obligasi) sebagai fungsi nilai perusahaan.

Sumber: Plummer dan Tse (1999)

F^* adalah titik saat pemegang obligasi menerima klaimnya secara penuh sebesar B^* . Obligasi adalah *fixed claims*, pada saat nilai perusahaan lebih besar dari F^* , klaim pemegang obligasi adalah tetap yaitu sebesar B^* , sedangkan ketika nilai perusahaan kurang dari F^* pemegang obligasi tidak akan menerima klaimnya secara penuh. Saham



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

adalah *residual claims*, pemegang saham akan menerima pendapatannya jika nilai perusahaan lebih besar dari F^* , jika kurang dari F^* maka pemegang saham tidak akan menerima apa-apa.

Pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk ($F < F^*$), kemungkinan pemegang saham melakukan opsi likuidasi pada perusahaan meningkat karena pemegang saham tidak bisa dituntut melebihi besar modal yang disetor. Pada kondisi keuangan perusahaan buruk, pemegang saham tidak menerima klaimnya dan harga saham menjadi tidak sensitif pada perubahan laba. Pemegang saham akan melakukan opsi likuidasi dan melepaskan perusahaan pada pemegang obligasi. Pada kondisi ini, pendapatan pemegang obligasi akan tergantung pada nilai perusahaan. Foster (1986) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat ditentukan dengan cara melakukan *present value* terhadap aliran laba yang diharapkan akan diterima perusahaan, sehingga laba menjadi lebih informatif bagi pemegang obligasi karena laba digunakan sebagai salah satu pengukur nilai perusahaan.

Pada saat kondisi keuangan perusahaan kuat ($F > F^*$), perubahan laba sangat penting bagi pemegang saham karena klaim pemegang saham akan tergantung pada besar laba yang dihasilkan perusahaan sehingga laba lebih informatif bagi pemegang saham, sedangkan pemegang obligasi hanya akan menerima sebesar bunga dan pokok pinjaman.

Plummer dan Tse (1999) menguji *liquidation hypothesis* dan prediksi teoritis yang dibentuk oleh Fisher and Verrecchia (1997). Plummer dan Tse (1999) menggunakan ukuran kondisi keuangan menggunakan peringkat obligasi (*bond rating*). Hasil penelitian menunjukkan: pada perusahaan yang mempunyai peringkat dengan kategori spekulatif (*speculative grade*), pengaruh laba terhadap return saham lebih rendah dibandingkan pengaruh laba terhadap return obligasi. Hal tersebut menunjukkan pada saat kondisi keuangan buruk, laba menjadi kurang relevan untuk penilaian saham tetapi lebih relevan untuk penilaian obligasi. Pada perusahaan yang mempunyai peringkat dengan kategori investasi (*investment grade*), pengaruh laba terhadap return saham lebih tinggi dibanding pengaruh laba terhadap return obligasi.

Dhaliwal dan Reynolds (1994) melakukan pengujian pengaruh *default risk of debt* (yang diukur dengan peringkat obligasi) terhadap keinformatifan laba di pasar

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earnings response coefficient* berhubungan negatif dengan *default risk of debt*. Semakin tinggi kemungkinan kegagalan pembayaran utang maka laba menjadi kurang informatif di pasar saham. Hasil penelitian tersebut dapat dijelaskan dengan *liquidation option hypothesis*, risiko kegagalan utang yang tinggi akan meningkatkan kemungkinan likuidasi, sehingga laba menjadi lebih informatif di pasar obligasi karena dapat digunakan untuk menentukan nilai perusahaan, tetapi menjadi kurang informatif di pasar saham.

2.4. REVIEW PENELITIAN TERDAHULU DAN HIPOTESIS

Tujuan investor dan kreditor menggunakan informasi laba adalah untuk menilai risiko investasi atau pinjaman pada perusahaan, sehingga secara normatif laba seharusnya berguna tidak hanya untuk pemegang saham tetapi juga untuk pemegang obligasi untuk membuat keputusan kredit. Penelitian Ball dan Brown, 1968; Beaver dan Dukes, 1972; Sloan, 1996) menunjukkan bahwa laba mempunyai *information content* di pasar saham. O'Bryan (1999), Khurana dan Raman (2003), Bhojraj dan Swaminathan (2003), Baridwan dan Ratna (2005) menguji pengaruh laba terhadap return obligasi, penelitian tersebut menunjukkan bahwa laba berguna untuk pengambilan keputusan kredit.

H1 : Perubahan laba berpengaruh terhadap return saham.

H2 : Perubahan laba berpengaruh terhadap return obligasi

Obligasi merupakan *fixed claims* dan saham merupakan *residual claims*. Perbedaan karakteristik saham dan obligasi menyebabkan keinformatifan laba berbeda di pasar obligasi dan saham. Pada saat kondisi keuangan baik, pemegang obligasi kurang memperhatikan laba karena obligasi merupakan *fixed claims* tetapi laba menjadi informatif bagi pemegang saham. Semakin tinggi laba, semakin tinggi pula pendapatan yang akan diterima pemegang saham. Sedangkan pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk, laba menjadi lebih informatif bagi pemegang obligasi dibandingkan pemegang saham. Adanya *limited liability* bagi pemegang saham menyebabkan pemegang saham tidak dapat dituntut melebihi modal yang disetor. Pendapatan pemegang obligasi sangat tergantung pada nilai perusahaan, laba menjadi lebih informatif bagi pemegang obligasi karena laba dapat digunakan untuk menentukan nilai perusahaan.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Penelitian ini ingin menguji apakah terdapat perbedaan pengaruh laba terhadap return obligasi dan saham pada kondisi keuangan baik dan kondisi keuangan buruk.

Hipotesis ketiga yang diajukan adalah:

H3 : Pengaruh perubahan laba terhadap return saham ketika kondisi keuangan perusahaan baik lebih tinggi dibandingkan pengaruh perubahan laba terhadap return saham ketika kondisi keuangan perusahaan buruk.

H4 : Pengaruh perubahan laba terhadap return obligasi ketika kondisi perusahaan baik lebih rendah dibandingkan pengaruh perubahan laba terhadap return obligasi ketika kondisi keuangan perusahaan buruk.

3. METODA PENELITIAN

3.1 Pemilihan Sampel

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang mengeluarkan saham dan obligasi. Penelitian ini menggunakan periode pengamatan tahun 2001 – 2005 karena pada periode tersebut volume perdagangan obligasi di pasar sekunder mulai aktif dan emisi obligasi mengalami peningkatan.

Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini menggunakan metoda *purposive sampling*, yaitu metoda pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksudkan adalah:

1. Perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan manufaktur yang menerbitkan saham dan obligasi. Pemilihan perusahaan manufaktur dimaksudkan untuk mengurangi bias yang timbul dari perbedaan jenis perusahaan terkait dengan aktivitas utamanya.
2. Obligasi yang termasuk dalam sampel adalah obligasi yang mempunyai *fixed rate coupon* selama periode pengamatan.
3. Obligasi tersebut masih beredar atau belum jatuh tempo dan tercatat di *Over The Counter Fixed Income Service* (OTC FIS) di bursa Efek Surabaya sehingga bisa diperoleh data harga rata-rata tertimbang obligasi yang berlaku.
4. Obligasi tersebut dirating oleh PT. PEFINDO atau PT. Kasnic Credit Rating Indonesia.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

5. Perusahaan yang menerbitkan obligasi dan saham mempunyai laporan keuangan lengkap selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini terlihat pada Tabel I berikut:

Tabel 1
Proses seleksi sampel

1	Perusahaan manufaktur yang menerbitkan saham dan obligasi. (termasuk sampel penelitian)	160
2	Perusahaan menerbitkan obligasi yang tidak memenuhi kriteria sbb: <ul style="list-style-type: none"> - Obligasi mempunyai <i>fixed rate coupon</i> selama periode pengamatan. - Obligasi tersebut masih beredar atau belum jatuh tempo dan tercatat di <i>Over The Counter Fixed Income Service (OTC FIS)</i> di bursa Efek Surabaya sehingga bisa diperoleh data harga obligasi yang berlaku. - Obligasi tersebut dirating oleh PT. PEFINDO atau PT. Kasnic Credit Rating Indonesia. (tidak termasuk sample)	59
3	Perusahaan yang menerbitkan obligasi dan saham mempunyai laporan keuangan lengkap selama periode pengamatan. (tidak termasuk sampel)	9
4	Jumlah sampel	92

3.2 VARIABEL DAN PENGUKURAN VARIABEL

3.2.1. Variabel dependen dari penelitian ini adalah return saham dan return obligasi.

Return adalah hasil yang diperoleh dari investasi. Return saham adalah perubahan harga saham selama periode pengamatan atau secara sistematis dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it} adalah return saham perusahaan i pada perioda t

P_{it} adalah harga saham perusahaan i pada perioda t

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

P_{it-1} adalah harga saham perusahaan i pada perioda t-1

Return obligasi adalah hasil yang diperoleh kreditor dari obligasi yang dimiliki. Pengukuran return obligasi menggunakan *current yields*. *Current yields* adalah besar coupon obligasi relatif terhadap harga pasarnya (Faerber 2001):

$$\text{Current yields} = \frac{C_t}{P_t}$$

C_t : bunga obligasi pada tahun t

P_t : harga obligasi pada tahun t

3.2.2. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Unexpected earnings*.

Unexpected earnings atau laba kejutan adalah selisih antara laba sesungguhnya dengan laba ekspektasian. Laba ekspektasian diperoleh dengan mengestimasi laba periode berjalan sama dengan laba periode sebelumnya. *Unexpected earnings* diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$UE_{it} = \frac{E_{it} - E_{it-1}}{|E_{it-1}|}$$

Dalam hal ini:

UE_{it} = laba kejutan perusahaan i pada perioda t

E_{it} = laba akuntansi perusahaan i pada perioda t

E_{it-1} = laba akuntansi perusahaan i pada peioda t-1

3.2.3. Pengujian *liquidation option hypothesis* menggunakan peringkat obligasi sebagai ukuran kondisi keuangan perusahaan. Peringkat obligasi telah secara luas digunakan sebagai pengukur risiko *default* dan kondisi keuangan perusahaan (Plummer dan Tse: 1999). Perusahaan dengan peringkat berkategori spekulatif (*speculative grade*) yaitu BB-D mempunyai risiko *default* yang tinggi karena kondisi keuangan perusahaan buruk. Perusahaan dengan peringkat obligasi berkategori investasi (*investment grade*) yaitu AAA-BBB mempunyai risiko *default* rendah karena kondisi keuangan perusahaan baik.

3.3 Metoda Analisis

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Metoda analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda. Untuk mengetahui apakah laba berpengaruh terhadap return saham atau return obligasi (menguji hipotesis 1 dan 2) dilakukan regresi dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 UE + e \dots \dots \dots (1)$$

$$CY_{it} = \beta_1 + \beta_2 UE + e \dots \dots \dots (2)$$

R_{it} = return saham perusahaan i pada perioda t

CY_{it} = return obligasi perusahaan i pada perioda t

UE = *unexpected earnings*

Perusahaan dikelompokkan menurut peringkat obligasi perusahaan. Regresi pada persamaan 1 dan 2 di atas dilakukan pada kelompok perusahaan dengan peringkat berkategori investasi (*investment grade*) dan spekulatif (*speculative grade*) untuk menguji *liquidation option hypothesis* (hipotesis 3 dan 4). Perbedaan pengaruh laba terhadap return obligasi dan return saham pada kondisi keuangan yang berbeda diuji dengan menggunakan *two independent sample t-test*.

4. HASIL PENELITIAN

4.1 STATISTIK DESKRIPTIF

Sampel penelitian ini berjumlah 105 observasi untuk periode penelitian tahun 2001 sampai 2005. Peneliti melakukan *trimming*. *Trimming* dilakukan untuk mengeluarkan *outlier* dari sampel dengan cara menghapus N data dari atas dan N data dari bawah (Foster, 1986), sehingga jumlah sampel terdiri dari 92 observasi. Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	Mean	Std Deviation	N
Saham	,2367	,85110	92
Obligasi	,1783	,0602	92
UE	,3295	1,56043	92

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif untuk variabel-variabel dependen dan independen dalam analisa regresi untuk menguji hipotesa. Rata-rata return saham sebesar 0,2349. Rata-rata return obligasi adalah 0,1816. Rata-rata *unexpected earnings* adalah 0,3295.

4.2 HASIL UJI ASUMSI KLASIK

Sebelum pengujian hipotesis dilakukan, terlebih dahulu akan diuji beberapa asumsi klasik yaitu uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Uji normalitas data dilakukan dengan *One Sample Kolmogorov Smirnov test*. Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa nilai signifikansi Kolmogorov smirnov $Z > 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa residual dalam model regresi berdistribusi normal. Deteksi adanya autokorelasi bisa dilihat dari besaran Durbin Watson. Pendeteksian heteroskedastisitas dengan Uji Glejser. Model ini lolos uji asumsi klasik lihat lampiran).

4.3 ANALISA REGRESI

Pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan melakukan regresi pada seluruh sampel penelitian menggunakan persamaan 1. Pengujian hipotesis 3 dilakukan dengan melakukan regresi menggunakan persamaan 1 pada kelompok sampel perusahaan yang mempunyai rating *investment* dan *speculative grade*. Hasil Regresi untuk pengujian hipotesis 1 dan 2 ditunjukkan pada Tabel 3.

Tabel 3

Hasil regresi pengaruh perubahan laba terhadap return saham

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 UE + e$$

	α_1	α_2	t	p-value
Semua observasi	0,196	0,118	2,181	0,032
Pada rating <i>investment</i> (AAA-BBB)	0,0062	0,121	2,856	0,006
Pada rating <i>speculative</i> (BB – D)	0,714	0,0011	0,991	0,334

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada seluruh sampel, perubahan laba berpengaruh secara signifikan terhadap return saham ($p < 0,005$), mendukung hipotesis 1. Pada saat kondisi keuangan perusahaan baik atau pada *investment grade*, perubahan laba berpengaruh positif signifikan terhadap return saham. Pada kondisi keuangan perusahaan buruk atau pada *speculative grade*, perubahan laba tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Pengujian perbedaan koefisien $\alpha_{investment}$ dan $\alpha_{speculative}$

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

tidak dilakukan karena $\alpha_{investment}$ signifikan sedangkan $\alpha_{speculative}$ tidak signifikan. Hal ini mendukung hipotesis 3 dan teori bahwa saham adalah *residual claims* sehingga pada saat kondisi keuangan perusahaan baik, perubahan laba lebih informatif bagi pemegang saham karena pendapatannya dipengaruhi besar laba yang dihasilkan. Pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk, pemegang saham tidak akan menerima pendapatannya dan kemungkinan melakukan opsi liquidasi meningkat sehingga laba menjadi kurang informatif.

Pengujian selanjutnya adalah untuk mengetahui apakah perubahan laba berpengaruh terhadap return obligasi. Hasil pengujian ditunjukkan pada Tabel 4.

Tabel 4

Hasil regresi pengaruh perubahan laba terhadap return obligasi

$$CY_{it} = \beta_1 + \beta_2 UE + e$$

	β_1	β_2	t	p-value
Semua observasi	0,181	0,00017	-3,737	0,000
Pada rating <i>investment</i> (AAA-BBB)	0,156	0,000025	-0,084	0,934
Pada rating <i>speculative</i> (BB – D)	0,254	0,00012	-2,515	0,021

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada seluruh sampel, perubahan laba berpengaruh secara signifikan terhadap return obligasi ($p < 0,005$), mendukung hipotesis 2. Pada saat kondisi keuangan perusahaan baik atau pada *investment grade*, perubahan laba tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return obligasi. Pada kondisi keuangan perusahaan buruk atau pada *speculative grade*, perubahan laba berpengaruh signifikan terhadap return obligasi. Pengujian perbedaan koefisien $\beta_{speculative}$ dan $\beta_{investment}$ tidak dilakukan karena $\beta_{speculative}$ signifikan sedangkan $\beta_{investment}$ tidak signifikan. Hal ini mendukung hipotesis 4 dan teori bahwa obligasi adalah *fixed claims* sehingga pada saat kondisi keuangan perusahaan baik atau pada *investment grade*, perubahan laba kurang informatif bagi pemegang obligasi karena berapapun besar laba yang dihasilkan perusahaan, pendapatan pemegang obligasi hanya sebesar kupon dan pokok pinjaman. Pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk, laba lebih informatif bagi pemegang obligasi.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

5. SIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

5.1 SIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui keinformatifan laba di pasar obligasi dan saham serta menguji *liquidation option hypothesis*. Saham dan obligasi mempunyai karakteristik yang berbeda, obligasi adalah *fixed claims* dan saham adalah *residual claims*, sehingga keinformatifan laba di pasar saham dan obligasi seharusnya berbeda. *Liquidation option hypothesis* memprediksi bahwa pengaruh laba terhadap return saham pada kondisi perusahaan baik lebih tinggi dibanding pengaruh laba terhadap return saham pada kondisi keuangan perusahaan buruk dan pengaruh laba terhadap return obligasi pada kondisi keuangan perusahaan baik lebih rendah dibanding pengaruh laba terhadap return obligasi pada kondisi keuangan perusahaan buruk. Pengujian *liquidation option hypothesis* menggunakan peringkat obligasi sebagai proxy kondisi keuangan perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung hipotesis, bahwa perubahan laba berpengaruh terhadap return saham dan obligasi. Penelitian ini juga mendukung *liquidation option hypothesis*.

5.2. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa laba informatif di pasar obligasi, meskipun obligasi adalah *fixed claims*, sehingga diharapkan perusahaan dan berbagai pihak yang berkepentingan seperti auditor, akuntan, dan pihak lain, tetap menjaga dan meningkatkan kualitas laba sehingga laba menjadi informasi yang bisa digunakan untuk mengambil keputusan investasi maupun kredit

Keterbatasan penelitian ini adalah penghitungan return obligasi menggunakan data harga bulanan, hal ini disebabkan perdagangan obligasi di Indonesia frekuensinya masih jarang. Penelitian selanjutnya perlu dilakukan untuk menguji konsistensi hasil dengan memperpanjang periode penelitian dan memperbanyak sampel penelitian, tidak hanya perusahaan manufaktur.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R. dan P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (Autum),159-178.
- Baridwan, Zaki dan Ratna Candra Sari. 2005. Pengaruh Kualitas Laba terhadap Yields Obligasi dengan Risiko Kredit sebagai Variabel Pemoderasi. Thesis. Tidak Dipublikasikan.
- Beaver, W.H. dan R.E. Dukes. 1972. Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and Behaviour of Security Prices. *The Accounting Review* 47, 320-333.
- Bhojraj, Sanjeev dan Bhaskaran Swaminathan. 2003. How Does the Corporate Bond Market Value Capital Investments and Accruals. *Working paper*.
- Datta, Sudip dan Upinder S. Dhillon. 1993. Bond and Stock Market Response to Unexpected Earnings Announcements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 565-577.
- Dhaliwal, D dan Reynolds. 1994. The Effect of Default Risk of Debt on The Earnings Response Coefficient. *Journal of Accounting and Economics*11,143-181.
- Faerber, Esme. 2000. *Fundamentals of The Bond Market*. McGraw-Hill.
- FASB. 1996. *Accounting Standards, Statement of Financial Accounting Concepts*. John Wiley & Sons, Inc.
- Fischer, Paul E. dan Robert E. Verrecchia. 1997. The Effect of Limited Liability on The Market Response to Disclosure. *Contemporary Accounting Research* 14, 515-541.
- Foster, George.1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice-Hall International Inc.
- Gujarati, Damodar N. 2003. *Basic Econometrics 3rd Edition*. Mc-Graw Hill International Edition.
- Jensen, M.C. dan W.H Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, agency Cost and Ownership Stucture. *Journal of Financial Economics*3, 305-360.
- Khurana, Inder K. dan K.K Raman. 2003. Are Fundamentals Priced in the Bond Market? *Contemporary Accounting Research* Vol 20. No.3, 465-494.



SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

- O' Bryan, David., Jeffrey J. Quirin dan Kevin T. Berry. 1999. The Role of Accruals and Cash Flow in the Corporate Bond Market. *The Mid-Atlantic Journal of Business* 35, 189-202.
- Plummer, C. Elizabeth dan Senyo Y. Tse. 1999. The Effect of Limited Liability on the Informativeness of Earnings: Evidence from the Stock and Bond Markets. *Contemporary Accounting Research* 16, 541-574.
- Sloan, R.G. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* (July), 289-315.
- Wolk, Harry I., Michael G. Tearney, dan James L. Dodd. 2000. *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing.
- Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia & Sinergy Communication. 2004. *Pasar Obligasi Indonesia 2004*.

SIMPOSIUM NASIONAL AKUNTANSI 9 PADANG

Lampiran

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		21
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,06079821
Most Extreme Differences	Absolute	,113
	Positive	,113
	Negative	-,063
Kolmogorov-Smirnov Z		,516
Asymp. Sig. (2-tailed)		,953

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		71
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,47639382
Most Extreme Differences	Absolute	,099
	Positive	,099
	Negative	-,079
Kolmogorov-Smirnov Z		,830
Asymp. Sig. (2-tailed)		,496

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		21
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	1,44264817
Most Extreme Differences	Absolute	,227
	Positive	,227
	Negative	-,154
Kolmogorov-Smirnov Z		1,041
Asymp. Sig. (2-tailed)		,229

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.



Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,010 ^a	,000	-,014	,03431	1,896

- a. Predictors: (Constant), UE
- b. Dependent Variable: OBLIGASI

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,001	1	,001	1,508	,224 ^a
	Residual	,034	69	,000		
	Total	,034	70			

- a. Predictors: (Constant), UE
- b. Dependent Variable: ABSRES

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,134 ^a	,018	,007	,84811	1,890

- a. Predictors: (Constant), UE
- b. Dependent Variable: SAHAM

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,505	,066		7,692	,000
	UE	3,793E-02	,041	,094	,917	,362

- a. Dependent Variable: ABSRES