

**KEINFORMATIFAN LABA DI PASAR OBLIGASI DAN SAHAM:
UJI LIQUIDATION OPTION HYPOTHESIS**

RATNA CANDRA SARI
Universitas Negeri Yogyakarta

ZUHROHTUN
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

I. PENDAHULUAN

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 berapa pun 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 respons 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 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. Sebaliknya, pemegang obligasi hanya akan menerima sebesar bunga dan pokok pinjaman.

Plummer dan Tse (1999) menguji *liquidation option hypothesis* dan prediksi teoretis yang dibentuk oleh Fisher and Verrecchia (1997). Penelitian Plummer dan Tse menggunakan *bond rating* sebagai ukuran kondisi keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 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 sebagai berikut. 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 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 utang dan saham di Pasar Modal Indonesia. Disamping itu penelitian diharapkan memberikan kontribusi bagi investor institusional dan investor individual dalam memutuskan strategi investasi yang tepat dengan mempertimbangkan pengaruh perubahan laba pada *return* obligasi dan *return* saham.

II. KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Sinyal

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. 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 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 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) memprediksi laba yang akan datang atau (d) menilai risiko investasi, atau pinjaman pada perusahaan (FASB, 1978).

Teori Keagenan

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

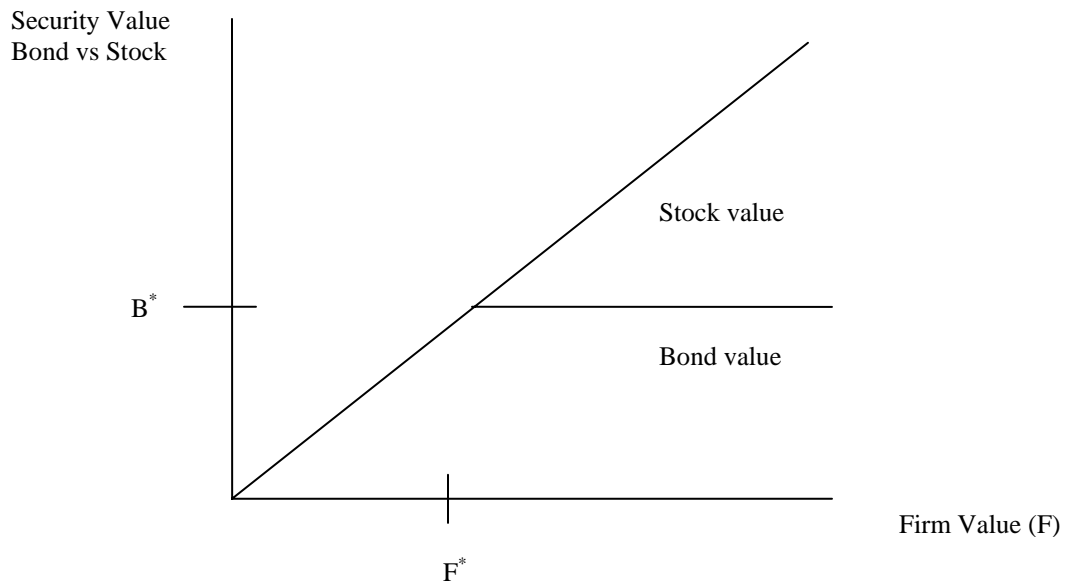
- (1) Jika utang naik dalam struktur modal perusahaan maka risiko bisnis dan operasi kreditor meningkat. Akan tetapi, keputusan investasi dan operasi tetap pada manajer dan pemegang saham. Bisa terjadi dana dari penerbitan obligasi tidak digunakan untuk investasi pada proyek dengan NPV positif, tetapi digunakan untuk pembayaran dividen, sehingga perusahaan gagal membayar utang kepada kreditor. Akan tetapi kreditor tidak dapat menuntut banyak karena ada *limited liability* dari pihak pemegang saham, artinya pemegang saham tidak dapat dituntut lebih besar daripada 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. Akan tetapi, jika tidak sukses, maka utang tidak dibayar atau pemegang saham dinyatakan gagal bayar. Akhirnya yang menderita kerugian adalah pihak kreditor karena jika investasi sukses, hanya menerima imbal hasil tetap. Sebaliknya, bila investasi merugi harus menerima kerugian yang sama besar dengan pemegang saham.

Liquidation Option Hypothesis

Liquidation option hypothesis adalah prediksi teoretis 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 horizontal 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 daripada F^* pemegang obligasi tidak akan menerima klaimnya secara penuh. Saham adalah *residual claims*. Pemegang saham akan menerima pendapatannya jika nilai perusahaan lebih besar daripada 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. Dengan demikian, 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, sebaliknya pemegang obligasi hanya akan menerima sebesar bunga dan pokok pinjaman.

Plummer dan Tse (1999) menguji *liquidation hypothesis* dan prediksi teoretis yang dibentuk oleh Fisher and Verrecchia (1997). Plummer dan Tse (1999) mengukur kondisi keuangan menggunakan peringkat obligasi (*bond rating*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa 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 bahwa 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 dibandingkan dengan 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 saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earnings responce 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*, yaitu 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.

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 dalam membuat keputusan kredit. Penelitian Ball dan Brown (1968), Beaver dan Dukes (1972), dan 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. Sebaliknya, pada saat kondisi keuangan perusahaan buruk, laba menjadi lebih informatif bagi pemegang obligasi dibandingkan dengan 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.

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 sebagai berikut.

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.

III. METODOLOGI PENELITIAN

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 metode *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksudkan adalah sebagai berikut.

- (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 di-*rating* oleh PT PEFINDO atau PT Kasnic Credit Rating Indonesia.
- (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 1 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</i> (OTC FIS) di bursa Efek Surabaya sehingga bisa diperoleh data harga obligasi yang berlaku. - Obligasi tersebut di-<i>rating</i> oleh PT PEFINDO atau PT Kasnic 	59

	Credit Rating Indonesia. (tidak termasuk sampel)	
3	Perusahaan yang menerbitkan obligasi dan saham mempunyai laporan keuangan lengkap selama periode pengamatan. (tidak termasuk sampel)	9
4	Jumlah sampel	92

Variabel dan Pengukuran Variabel

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.

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

Keterangan:

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

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

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

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):

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

Keterangan:

C_t : bunga obligasi pada tahun t

P_t : harga obligasi pada tahun t

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:

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

Keterangan:

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

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

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

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.

Metode Analisis

Metode 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.

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

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

Keterangan:

R_{it} = *return* saham perusahaan i pada periode t

CY_{it} = *return* obligasi perusahaan i pada periode 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*.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Sampel penelitian ini berjumlah 105 observasi untuk periode penelitian tahun 2001 sampai dengan 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 atas 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 analisis regresi untuk menguji hipotesis. Rata-rata return saham sebesar 0,2349. Rata-rata return obligasi adalah 0,1816. Rata-rata *unexpected earnings* adalah 0,3295.

Analisis 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 ($p < 0,005$). Hal itu 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 $\alpha_{speculative}$ 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 likuidasi 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

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

	B 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 ($p < 0,005$). Hal itu 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 $\beta_{\text{speculative}}$ dan $\beta_{\text{investment}}$ tidak dilakukan karena $\beta_{\text{speculative}}$ signifikan, sedangkan $\beta_{\text{investment}}$ 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.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

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 dibandingkan dengan pengaruh laba terhadap *return* saham pada kondisi keuangan perusahaan buruk dan pengaruh laba terhadap *return* obligasi pada kondisi keuangan perusahaan baik lebih rendah dibandingkan dengan 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*.

Implikasi dan Keterbatasan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa laba informatif di pasar obligasi, meskipun obligasi adalah *fixed claims*. Oleh karena itu 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, baik investasi maupun kredit

Keterbatasan penelitian ini adalah penghitungan *return* obligasi menggunakan data harga bulanan. Hal ini disebabkan oleh frekuensi perdagangan obligasi di Indonesia yang masih jarang. Penelitian

selanjutnya perlu dilakukan untuk menguji konsistensi hasil dengan memperpanjang periode penelitian dan memperbanyak sampel penelitian, yaitu tidak hanya perusahaan manufaktur.

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 Responce 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 Responce 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 Responce 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.
- 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*.