

Management Research Centre
Graduate School of Management

Series: Doctoral

Edited by
Professor
University of

Organized by
Management Research Centre
Graduate School of Management

The 4th MRC
Doctoral Journey in Management

"The New World Order After the Crisis"

ISBN 978-973-16098-4-9

Manfaat Konsistensi *Earning Forecast Revision* Dan *Stock Recommendation* Sebagai Upaya Mengurangi *Asymmetric Information*

C. Erna Susilawati
Erna_msi@yahoo.com

Abstrak

Penelitian ini ingin mengetahui peran analis sekuritas dalam mengurangi ketidakpastian informasi. Hal ini dilatarbelakangi oleh beberapa penelitian yang menyatakan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang belum efisien. Sementara itu analis sekuritas adalah pihak yang dianggap sebagai *inform market participant* yang seharusnya bisa mengurangi ketidakpastian informasi sehingga membuat pasar modal menjadi efisien. Peran analis sekuritas ini dilihat melalui produk yang dihasilkan yaitu *stock recommendation* dan *earning forecast revision*. Selain dilihat perilaku analis yang tercermin dalam *stock recommendation* dan *earning forecast revision*, juga akan dilihat konsistensi dari kedua produk tersebut dan pengaruhnya masing-masing terhadap ketidakpastian informasi.

I. PENDAHULUAN

Perdagangan di pasar modal terjadi karena adanya perbedaan opini terhadap nilai yang diharapkan dari sekuritas yang digenerated dengan informasi yang sama. Pada saat terdapat *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan, maka harga saham tidak mencerminkan harga yang sesungguhnya (*mispriking*). *Mispriking* merupakan salah satu indikasi bahwa pasar tidak efisien. Di Indonesia penelitian yang dilakukan oleh Susiyanto (2002) dan Sartono (2002) menunjukkan terjadi *overreaction* investor dalam menyikapi suatu informasi dan membuktikan bahwa pasar modal Indonesia tidak efisien. Kim dan Shamsudin (2007) dalam penelitiannya tentang efisiensi pasar untuk pasar modal di Asia, juga menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang tidak efisien.

Analis sekuritas merupakan *inform market participant* yang memiliki peran penting untuk mengurangi *asymmetric information* yang terjadi antara investor dan perusahaan. Terdapat sekitar 130 perusahaan sekuritas di Indonesia dimana setiap perusahaan memiliki analis sekuritas yang mempublikasikan hasil analisisnya dari waktu ke waktu (Asosiasi Analis Efek Indonesia). Analis sekuritas berperan dalam mengumpulkan informasi yang relevan, melakukan evaluasi terhadap informasi yang diperoleh dan memberikan informasi tersebut kepada investor (Piotroski dan Roulstone, 2004). Untuk menghasilkan informasi yang akan dipublikasikan kepada investor, analis sekuritas mengumpulkan informasi dari berbagai sumber terutama dari perusahaan. Informasi tersebut kemudian dievaluasi sehingga menghasilkan output, diantaranya adalah *earning forecast* dan *stock recommendation*. Informasi ini diberikan kepada investor dan menjadi salah satu pertimbangan investor untuk melakukan transaksi di pasar modal.

Earning forecast mengandung informasi tentang ekspektasi terhadap laba perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Hall dan Tacon (2008), *earning forecast* diberikan oleh analis sekuritas untuk memberikan estimasi yang tepat tentang laba perusahaan di masa yang akan datang, yang berguna bagi investor untuk mencapai nilai wajar perusahaan. Oleh karenanya akurasi *earning forecast* akan mengurangi

asymmetric information. Sementara itu menurut Moyer et al (1989), *earning forecast* memiliki kandungan informasi yang digunakan investor sebagai dasar pengambilan keputusan. Informasi ini berpengaruh terhadap persepsi investor tentang kinerja perusahaan di masa yang akan datang (Frankle et al, 2002 dan Chung and Jo, 2002), sehingga mempengaruhi harga sekuritas (Kothari et al, 2003). Hal ini menunjukkan bahwa informasi dari financial analis sekuritas bisa mengurangi *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan.

Kedatangan informasi baru akan diakomodasi oleh analis sekuritas dengan melakukan revisi terhadap *earning forecast* yang telah dibuat. Menurut Elton, Gruber and Gultekin (1981) *earning forecast* tidak mendorong adanya *excess return* di pasar yang efisien. Hal ini disebabkan karena informasi yang terkandung dalam estimasi *earning* sudah terkandung di dalam harga saham. Tetapi ternyata ditemukan bahwa harga saham lebih merespon *earning forecast revision* dibandingkan perubahan *earning* itu sendiri. Givoly dan Lakonishok (1980), Imhoff dan Lobo (1995) juga menyatakan bahwa terdapat korelasi positif antara *earning forecast revision* dengan abnormal return.

Menurut Zhang (2007) dan Ding (2004), pada saat terdapat informasi positif analis sekuritas akan melakukan revisi terhadap *earning forecast* nya dengan segera, tetapi tidak demikian halnya jika terdapat informasi negative. Hal ini disebabkan karena *earning forecast revision* yang positif merupakan signal positif bagi investor terhadap nilai perusahaan di masa yang akan datang. Sedangkan *earning forecast* negative sebaliknya, akan menjadi signal negative bagi investor. Akibatnya perusahaan terutama yang memiliki hubungan afiliasi dengan analis sekuritas, akan berusaha supaya analis sekuritas tidak mengumumkan *earning forecast revision* negative (Gu dan Xue, 2008).

Suatu perusahaan yang *earning forecast* nya tidak direvisi pada saat terdapat informasi baru, akan memiliki tingkat akurasi *forecast* yang rendah. Perbedaan antara *earning forecast* dengan *actual earning* disebut sebagai *forecast error*. Akurasi *earning forecast* yang rendah sama artinya dengan memiliki *forecast error* yang besar. Penelitian Liu dan Thomas (2000) menunjukkan bahwa return saham merupakan fungsi dari *earning forecast revision* dan *forecast error*. Hasil penelitian Beaver (2007) mendukung temuan diatas bahwa *earning forecast revision* dan *forecast error* mempengaruhi harga saham. Selain itu dalam penelitian ini juga ditunjukkan bahwa apabila *Earning forecast revision* dikeluarkan dari model, maka koefisien dari *forecast error* semakin tinggi. Hal ini disebabkan karena *earning forecast revision* mengurangi *forecast error*. Analis sekuritas yang selalu melakukan update *earning forecast* nya melalui *earning forecast revision* akan menurunkan *forecast error*. Dalam hal ini *earning forecast revision* mencerminkan adanya informasi baru yang diberikan analis sekuritas kepada investor, sehingga *asymmetric information* di pasar modal bisa di kurangi.

Disisi yang lain *stock recommendation* juga merupakan informasi yang bisa digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi (Shipper, 1991). *Stock recommendation* terdiri dari recommendation untuk *buy*, *hold*, dan *sell*. Penelitian yang dilakukan oleh Liu et al (1990), Benesh (1991), Stickel (1995) dan Francis dan Soffer (1997) menyatakan bahwa pasar bereaksi positif terhadap *buy*

recommendation dan bereaksi negative terhadap *sell recommendation*. Dalam hal ini reaksi pasar menunjukkan bahwa *stock recommendation* cukup informative. Sementara penelitian Womack (1996), menunjukkan bahwa revisi recommendation upgrade (downgrade), berhubungan positif (negative) dengan abnormal return di sekitar pengumuman revisi recommendation tersebut. Penelitian Womack (1996) ini didukung dengan penelitian Jegadeesh et al (2004) menunjukkan revisi recommendation merupakan predictor untuk return saham. Di Indonesia penelitian Arimbi (2006) mendukung penelitian di atas dimana terdapat abnormal return positif (negative) di sekitar hari dikeluarkannya rekomendasi jual (beli). Dari beberapa penelitian diatas, ditunjukkan bahwa *stock recommendation* cukup informative, artinya bahwa *stock recommendation* mengandung informasi yang diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information*.

Beberapa penelitian tentang *stock recommendation* menunjukkan bahwa *recommendation buy* lebih banyak diberikan oleh analis sekuritas dibandingkan dengan *recommendation sell* (Barber et al, 2005). Hal ini disebabkan oleh banyak hal diantaranya adalah insentif yang akan diterima oleh analis sekuritas, reputasi dari perusahaan sekuritas di mana analis sekuritas bernaung maupun *conflict of interest* yang muncul antara analis sekuritas dengan investor (Galanti, 2004).

Earning forecast revision dan *stock recommendation* merupakan hasil evaluasi terhadap informasi yang sama. Menurut Markov (2001) *earning forecast revision* merupakan informasi yang mengandung continuous signal. Informasi ini bisa digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi jangka panjang. Sedangkan *stock recommendation* merupakan discrete signal, yang bisa digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan untuk pengambilan keputusan jangka pendek. Meskipun *earning forecast revision* dan *stock recommendation* merupakan informasi yang ditujukan untuk jangka waktu pengambilan keputusan yang berbeda, akan tetapi keduanya berasal dari informasi yang sama. Informasi yang sama diolah menjadi dua output yang berbeda, sehingga akan menghasilkan informasi yang konsisten. Hal ini sudah dibuktikan oleh Markov (2001).

Earning forecast revision dan *stock recommendation*, masing-masing akan memberikan tambahan informasi bagi investor seperti dikemukakan dalam beberapa penelitian di atas. Tentunya tambahan informasi dari masing-masing output ini saling mendukung, sehingga diperlukan konsistensi antara *earning forecast revision* dengan *stock recommendation*. Konsistensi ini menjadi hal yang penting karena tambahan informasi dari *earning forecast revision* dan *stock recommendation* diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information*. Artinya bahwa apabila *earning forecast revision* dan *stock recommendation* tidak memiliki konsistensi maka justru akan menambah *asymmetric information* yang sudah terjadi.

Seperti telah di jelaskan di atas, beberapa penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia merupakan pasar yang belum efisien, keberadaan analis sekuritas sebagai inform market partisipan diharapkan akan mengurangi *asymmetric information*, sehingga pasar menjadi lebih efisien. Akan tetapi banyak penelitian menunjukkan peran analis sekuritas dalam mengurangi *asymmetric information* belum jelas. Hal ini disebabkan karena keputusan analis sekuritas dalam mengolah informasi menjadi

output yang akan digunakan oleh investor dipengaruhi oleh banyak faktor. Akibatnya output yang dihasilkan terutama *earning forecast revision* dan *stock recommendation* tidak mencerminkan informasi yang sesungguhnya di miliki oleh analis sekuritas. Melihat fenomena hasil penelitian empiris yang masih kontradiktif maka, penelitian ini mencoba mengetahui peran analis sekuritas dalam mengurangi *asymmetric information* dengan melihat konsistensi antara informasi dari analis sekuritas yang berasal dari *earning forecast revision* dan *stock recommendation*.

II. PERMASALAHAN DAN TUJUAN PENELITIAN

Pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang sedang berkembang. Penelitian tentang efisiensi pasar di pasar modal Indonesia telah banyak dilakukan. Sebagian besar dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien. Analis sekuritas sebagai salah satu inform market partisipan, memiliki peran penting untuk menjadikan pasar modal menjadi efisien. Analis sekuritas akan mencari informasi dan mengolahnya menjadi output yang akan digunakan oleh market pasrtisipan lain. Output yang dihasilkan analis sekuritas diantaranya adalah *earning forecast revision* dan *stock recommendation*. Kedua output ini berasal dari informasi yang sama, sehingga diharapkan akan memberikan informasi yang konsisten. Akan tetapi analis sekuritas seringkali memutuskan untuk tidak menghasilkan output yang sesuai dengan yang di informasi yang di miliki. Akibatnya, analis sekuritas tidak melakukan revisi untuk *earning forecast* yang seharusnya direvisi (Ding, 2004., Zhang, 2007., Gu dan Xue, 2008), sehingga pada saat *actual earning* diumumkan, akan terlihat *forecast error* yang besar. Rekomendasi saham yang diberikan analis sekuritas menurut beberapa penelitian menunjukkan lebih banyak rekomendasi *buy* dibandingkan rekomendasi *sell* (Galanti, 2004., Barber et al, 2005). Banyak faktor yang menyebabkan analis sekuritas memutuskan untuk tidak melakukan revisi terhadap *forecast earning*, dan lebih memilih memberikan rekomendasi *buy* dibandingkan rekomendasi *sell*, akan tetapi penelitian ini tidak difokuskan untuk meneliti faktor-faktor di belakang output yang dihasilkan.

Hasil dari beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa *earning forecast revision* dan *stock recommendation* seringkali belum mencerminkan informasi yang di miliki oleh analis sekuritas memberikan gambaran bahwa peran analis sekuritas dalam upaya mengurangi *asymmetric information* belum jelas. Sehingga tujuan dari penelitian ini terutama untuk mengetahui peran analis sekuritas sebagai salah satu inform market participant dalam mengurangi *asymmetric information*.

Tujuan untuk mengetahui peran analis sekuritas dalam upaya mengurangi *asymmetric information* di pasar modal Indoncisa ini, diurai dalam beberapa pertanyaan penelitian.

1. Apakah di pasar modal Indonesia, analis sekuritas lebih banyak memberikan rekomendasi *buy* dibandingkan rekomendasi *sell*
2. Apakah *earning forecast error* untuk perusahaan dimana analis sekuritas tidak melakukan revisi lebih besar di bandingkan *forecast error* untuk perusahaan dimana analis sekuritas melakukan revisi.
3. Apakah rekomendasi yang diberikan oleh analis sekuritas, mengandung informasi yang konsisten dengan *earning forecast revision* yang dibuat.

4. Apakah konsistensi *stock recommendation* dan *earning forecast revision*, *stock recommendation* dan *earning forecast revision* itu sendiri mengurangi *asymmetric information*.

III. TINJUAN LITERATUR

1. Efisiensi Pasar Modal

Efisiensi pasar merupakan kondisi di mana nilai suatu sekuritas telah menunjukkan semua informasi yang tersedia yang dapat digunakan sebagai estimasi terbaik terhadap nilai intrinsiknya (Fama, 1970). Informasi baru akan segera diantisipasi oleh pelaku pasar dan kemudian akan menyebabkan perubahan harga sekuritas untuk menuju harga keseimbangan yang baru. Harga ini akan bertahan sampai kedatangan informasi baru lainnya. Semakin cepat harga bereaksi terhadap suatu informasi menuju keseimbangan harga yang baru, semakin efisien pasar modal tersebut.

Menurut Sharpe & Gordon (1990), pasar modal disebut efisien apabila memenuhi asumsi bahwa semua investor memiliki akses yang sama, mudah dan murah untuk mendapatkan informasi. Investor dengan kemampuan yang memadai, mengolah dan menganalisis informasi tersebut yang hasilnya kemudian digunakan untuk mengambil keputusan investasi. Tetapi pada kenyataannya tidak semua investor memiliki akses terhadap informasi, memiliki kemampuan untuk mengolah dan menganalisis informasi yang dimiliki. Investor membutuhkan informasi untuk dijadikan dasar pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasinya. Di pasar modal pihak yang menyediakan informasi yang dibutuhkan oleh investor adalah analis sekuritas. Investor akan melengkapi informasi yang dimiliki dengan informasi yang diberikan oleh analis sekuritas (Galanti, 2004; Hall and Tacon, 2008)

Analisis sekuritas berperan dalam mengumpulkan informasi yang relevan, melakukan evaluasi dan memberikan informasi tersebut kepada investor (Piotroski dan Roulstone, 2004). Untuk menghasilkan informasi yang akan diberikan kepada investor, analis sekuritas mengumpulkan informasi dari berbagai sumber terutama dari perusahaan. Informasi dari analis sekuritas diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information* antara investor dan perusahaan. Keberadaan analis sekuritas mempermudah investor untuk mendapatkan informasi baru dari perusahaan. Dengan informasi yang dimiliki ini, investor bisa lebih cepat dalam mengambil keputusan untuk menentukan posisinya sehingga harga keseimbangan baru segera terjadi. Semakin cepat harga keseimbangan ini terbentuk, pasar menjadi lebih efisien. Dalam hal ini analisis sekuritas menjadi salah satu faktor yang berperan dalam mengurangi *asymmetric information* dan berujung pada pasar yang efisien.

2. Analisis Sekuritas

Keterbatasan investor untuk mengakses, mengolah dan mengevaluasi informasi, menjadi peluang bagi pihak lain yang memiliki akses lebih mudah terhadap informasi dan memiliki kemampuan untuk mengolah informasi. Pihak ini yang kemudian disebut sebagai analis sekuritas. Dalam hal ini analisis sekuritas merupakan agent yang menyediakan informasi dan investor merupakan pengguna informasi (Galanti, 2004).

Informasi dari analisis sekuritas diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information* antara investor dan perusahaan. Analisis sekuritas berperan dalam mengumpulkan informasi yang relevan, melakukan evaluasi dan memberikan informasi tersebut kepada investor (Piotroski dan Roulstone, 2004). Untuk menghasilkan informasi yang akan diberikan kepada investor, analisis sekuritas mengumpulkan informasi dari berbagai sumber terutama dari perusahaan. Informasi tersebut kemudian dievaluasi sehingga menghasilkan output, diantaranya adalah *earning forecast* dan *stock recommendation*.

Informasi ini diberikan kepada investor dan menjadi salah satu pertimbangan investor untuk melakukan transaksi di pasar modal. Untuk mendapatkan informasi yang dibutuhkan ini, investor harus mengeluarkan biaya (Ho dan Michaely, 1988). Hal ini yang menyebabkan sering muncul *conflict of interest* antara analisis sekuritas dengan investor. Investor menginginkan informasi yang akurat dan bisa memberikan pedoman dalam pengambilan keputusan investasi yang menguntungkan, sementara analisis sekuritas menginginkan reward yang besar dari informasi yang dihasilkan. Salah satu bentuk reward untuk analisis sekuritas adalah reputasi dan komisi transaksi yang di generate dari output yang dihasilkan. Analisis sekuritas akan berusaha untuk menghasilkan informasi yang mampu men-generate transaksi perdagangan lebih besar. Perilaku analisis sekuritas ini menyebabkan output yang dihasilkan oleh analisis sekuritas seringkali tidak mencerminkan informasi yang sesungguhnya di miliki (Galanti, 2004).

3. *Earning forecast Revision*

Salah satu output yang dihasilkan oleh analisis sekuritas adalah *earning forecast*. *Earning forecast* mengandung informasi tentang ekspektasi pasar terhadap laba perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Hall dan Tacon (2008), *earning forecast* memberikan estimasi yang tepat tentang laba perusahaan di masa yang akan datang, yang berguna bagi investor untuk mencapai nilai wajar perusahaan. Sementara itu menurut Moyer et al (1989), *earning forecast* memiliki kandungan informasi yang digunakan investor sebagai dasar pengambilan keputusan. Informasi ini berpengaruh terhadap persepsi investor tentang kinerja perusahaan di masa yang akan datang (Frankle et al, 2002 dan Chung and Jo, 2002), sehingga mempengaruhi harga sekuritas (Kothari et al, 2003). Dari hasil beberapa penelitian diatas maka akurasi *earning forecast* akan mengurangi *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan dan respon investor akan menggerakkan harga menuju keseimbangan yang baru.

Kedatangan informasi baru akan diakomodasi oleh analisis sekuritas dengan melakukan revisi terhadap *earning forecast* yang telah dibuat. Menurut Elton, Gruber and Gultekin (1981) *earning forecast* tidak mendorong adanya *excess return* di pasar yang efisien. Hal ini disebabkan karena informasi yang terkandung dalam estimasi *earning* sudah terkandung di dalam harga saham. Tetapi ternyata ditemukan bahwa harga saham lebih merespon *earning forecast revision* dibandingkan perubahan *earning* itu sendiri. Givoly dan Lakonishok (1980), Imho dan Lobo (1995) juga menyatakan bahwa terdapat korelasi positif antara *earning forecast revision* dengan abnormal return.

Perilaku analis sekuritas yang menginginkan reward dari informasi yang diberikan mempengaruhi keputusan atas output yang di hasilkan. Menurut Zhang (2007) dan Ding (2004), pada saat terdapat informasi positif analis sekuritas akan melakukan revisi terhadap *earning forecast* nya dengan segera, tetapi tidak demikian halnya jika terdapat informasi negative. Hal ini disebabkan karena *earning forecast revision* yang positif merupakan signal positif bagi investor terhadap nilai perusahaan di masa yang akan datang. Sedangkan *earning forecast* negative sebaliknya, akan menjadi signal negative bagi investor. Akibatnya perusahaan terutama yang memiliki hubungan afiliasi dengan analis sekuritas, akan berusaha supaya analis sekuritas tidak mengumumkan *earning forecast revision* negative (Gu dan Xue, 2008).

Suatu perusahaan yang *earning forecast* nya tidak direvisi pada saat terdapat informasi baru, akan memiliki tingkat akurasi forecast yang rendah. Perbedaan antara *earning forecast* dengan *actual earning* disebut sebagai *forecast error*. Akurasi *earning forecast* yang rendah sama artinya dengan memiliki *forecast error* yang besar. Penelitian Liu dan Thomas (2000) menunjukkan bahwa return saham merupakan fungsi dari *earning forecast revision* dan *forecast error*. Hasil penelitian Beaver (2007) mendukung temuan diatas bahwa *earning forecast revision* dan *forecast error* mempengaruhi harga saham. Selain itu dalam penelitian ini juga di tunjukkan bahwa apabila *earning forecast revision* dikeluarkan dari model, maka koefisien dari *forecast error* semakin tinggi. Hal ini disebabkan karena *earning forecast revision* mengurangi *forecast error*. Analis sekuritas yang selalu melakukan update *earning forecast* nya melalui *earning forecast revision* akan menurunkan *forecast error*. Dalam hal ini *earning forecast revision* mencerminkan adanya informasi baru yang diberikan analis sekuritas kepada investor, sehingga *asymmetric information* di pasar modal bisa di kurangi.

4. *Stock recommendation*

Asymmetric information juga bisa diperkecil dengan output dari hasil analisa yang dilakukan analis sekuritas berupa *stock recommendation*. *Stock recommendation* merupakan salah satu bentuk informasi yang dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi (Shipper, 1991) Dalam penelitian Bjerring et al (1983) ditemukan bahwa investor yang mengikuti rekomendasi dari analis perusahaan sekuritas memperoleh abnormal return positif dan signifikan. Sementara Ferreira dan Smith (2000) menunjukkan bahwa dengan rekomendasi yang di berikan berhasil menghasilkan *return* yang signifikan *period* yang signifikan hingga satu tahun setelah rekomendasi di berikan.

Stock recommendation terdiri dari *recommendation* untuk *buy*, *hold*, dan *sell*. Penelitian yang dilakukan oleh Liu et al (1990), Benesh (1991), Stickel (1995) dan Francis dan Soffer (1997) menyatakan bahwa pasar bereaksi positif terhadap *buy recommendation* dan bereaksi negative terhadap *sell recommendation*. Dalam hal ini reaksi pasar menunjukkan bahwa *stock recommendation* cukup informative. Sementara penelitian Womack (1996), menunjukkan bahwa revisi *recommendation upgrade (downgrade)*, berhubungan positif (negative) dengan abnormal return di sekitar pengumuman revisi *recommendation* tersebut. Penelitian Womack (1996) ini didukung dengan penelitian Jegadeesh et al (2004) menunjukkan revisi rekomendasi merupakan predictor untuk *return* saham. Di Indonesia penelitian

Arimbi (2006) mendukung penelitian di atas dimana terdapat abnormal return positif (negative) di sekitar hari dikeluarkannya rekomendasi jual (beli). Dari beberapa penelitian diatas, ditunjukkan bahwa *stock recommendation* cukup informative, artinya bahwa *stock recommendation* mengandung informasi yang diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information*.

Beberapa penelitian tentang *stock recommendation* menunjukkan bahwa *recommendation buy* lebih banyak di berikan oleh analis sekuritas dibandingkan dengan *recommendation sell* (Barber et al, 2005). Michaely dan Womack (1999) juga menunjukkan bahwa rekomendasi yang diberikan oleh analis terbukti bias. Hal ini disebabkan oleh banyak hal diantaranya adalah insentif yang akan di terima oleh analis sekuritas, reputasi dari perusahaan sekuritas di mana analis sekuritas bernaung *conflict of interest* yang muncul antara analis sekuritas dengan investor, maupun kewajiban untuk mendongkrak harga saham dari perusahaan yang menjadi kliennya (Galanti, 2004).

5. Pengembangan Hipotesis

5.1 *Stock recommendation*

Pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang sedang berkembang. Menurut Kim dan Shamsuddin (2007) pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang belum efisien. Sementara itu di pasar modal Indonesia terdapat 130 perusahaan sekuritas yang setiap hari mempublikasikan analisis tentang saham-saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Dari fenomena ini peran analis sekuritas dalam efisiensi pasar modal Indonesia masih perlu dipertanyakan.

Penelitian Barber et al (2005), menyatakan bahwa analis sekuritas lebih banyak memberikan rekomendasi *buy* dibandingkan rekomendasi *sell*. Penelitian ini didukung oleh Howe et al (2007) yang menyatakan bahwa analis sekuritas lebih banyak memberikan rekomendasi *buy* karena small trader lebih banyak melakukan transaksi dibandingkan large trader. Galanti (2004) melakukan analisis dengan sudut pandang adanya *conflict of interest* antara analis sekuritas sebagai penyedia informasi dan investor sebagai pengguna informasi. *Conflict of interest* ini membuat analis seringkali memberikan rekomendasi yang tidak sesuai dengan informasi yang dimiliki. Sehingga untuk penelitian di pasar modal Indonesia, hipotesis yang diajukan adalah :

H1: Rekomendasi beli yang diberikan analis sekuritas lebih banyak di bandingkan rekomendasi jual

5.2. *Earning forecast error*

Earning forecast error merupakan perbedaaan antara *actual earning* dengan *Earning forecast*. Semakin besar *earning forecast error*, menunjukkan bahwa *earning forecast* yang dibuat oleh analis tidak akurat. Untuk mengurangi *earning forecast error*, setiap ada informasi baru yang berhubungan dengan kinerja perusahaan di masa yang akan datang, analis sekuritas akan melakukan revisi terhadap *earning forecast* yang telah dibuat sebelumnya (Beaver, 2007)

Suatu perusahaan yang *earning forecast* nya tidak direvisi pada saat terdapat informasi baru, akan memiliki tingkat akurasi forecast yang rendah. Perbedaan antara *earning forecast* dengan *actual earning* disebut sebagai *forecast error*. Akurasi

earning forecast yang rendah sama artinya dengan memiliki *forecast error* yang besar. Penelitian Liu dan Thomas (2000) menunjukkan bahwa return saham merupakan fungsi dari *earning forecast revision* dan *forecast error*.

Perilaku analis sekuritas yang menginginkan reward dari informasi yang diberikan mempengaruhi keputusan atas output yang di hasilkan. Menurut Zhang (2007) dan Ding (2004), pada saat terdapat informasi positif analis sekuritas akan melakukan revisi terhadap *earning forecast* nya dengan segera, tetapi tidak demikian halnya jika terdapat informasi negative. Hal ini disebabkan karena *arning forecast revision* yang positif merupakan signal positif bagi investor terhadap nilai perusahaan di masa yang akan datang. Sedangkan *earning forecast* negatif sebaliknya, akan menjadi signal negatif bagi investor. Akibatnya perusahaan terutama yang memiliki hubungan afiliasi dengan analis sekuritas, akan berusaha supaya analis sekuritas tidak mengumumkan *earning forecast revision* negatif (Gu dan Xue, 2008). Jika adanya informasi negative menyebabkan analis sekuritas tidak melakukan revisi terhadap *earning forecast* maka *earning forecast error* nya akan menjadi besar. Akurasi dari *earning forecast* yang dibuat juga menjadi rendah dibandingkan dengan *earning forecast* yang direvisi oleh analis sekuritas. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang diajukan sehubungan dengan *earning forecast error* adalah:

H2: *Earning forecast error* untuk *Earning forecast* yang tidak direvisi lebih besar dibandingkan *Earning forecast error* dari *Earning forecast* yang direvisi.

5.3.Konsistensi *Stock recommendation* dan *earning forecast Revision*

Dari hipotesis pertama, penelitian ini dikembangkan untuk mengetahui konsistensi antara *stock recommendation* dan *earning forecast revision* yang di publikasikan oleh analis sekuritas. Konsistensi ini penting untuk diketahui karena *stock recommendation* dan *earning forecast revision* merupakan output dari sekuritas analis. *Earning forecast revision* dan *stock recommendation* merupakan hasil evaluasi terhadap informasi yang sama. Menurut Markov (2001) meskipun *earning forecast revision* dan *stock recommendation* merupakan informasi yang ditujukan untuk jangka waktu pengambilan keputusan yang berbeda, akan tetapi keduanya berasal dari informasi yang sama. Informasi yang sama diolah menjadi dua output yang berbeda, sehingga akan menghasilkan informasi yang konsisten. Hal ini sudah di buktikan oleh Markov (2001).

Earning forecast revision dan *stock recommendation*, masing-masing akan memberikan tambahan informasi bagi investor seperti dikemukakan dalam beberapa penelitian di atas. Tentunya tambahan informasi dari masing-masing output ini saling mendukung, sehingga diperlukan konsistensi antara *earning forecast revision* dengan *stock recommendation*. Konsistensi ini menjadi hal yang penting karena tambahan informasi dari *earning forecast revision* dan *stock recommendation* diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information*. Artinya bahwa apabila *earning forecast revision* dan *stock recommendation* tidak memiliki konsistensi maka justru akan menambah *asymmetric information* yang sudah terjadi. Dan hipotesis yang diajukan adalah:

H3: *Earning forecast Revision* dan *Stock recommendation* memberikan informasi yang konsisten

5.4. Pengaruh konsistensi *Stock recommendation* dengan *Earning forecast revision*, *Stock recommendation* dan *Earning forecast revision* itu sendiri terhadap *asymmetric information*

Seperti dijelaskan di atas, bahwa penelitian ini bertujuan untuk mengetahui peran analisis sekuritas dalam mengurangi ketidakpastian informasi di pasar modal Indonesia. Tujuan penelitian ini dilatar belakangi oleh beberapa studi empiris yang menyatakan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien. Sementara saat ini ada sekitar 130 perusahaan sekuritas yang melakukan analisis dan publikasi output yang dihasilkan. Hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 3 ingin membuktikan konsistensi informasi dari output yang dihasilkan oleh analisis sekuritas. Pembuktian konsistensi ini diperlukan karena berdasarkan penelitian Galanti (2004), Barber et al (2005), Howe et al (2007), Gu dan Xue (2008), yang menunjukkan bahwa output dari analisis sekuritas, baik *stock recommendation* maupun *earning forecast revision* seringkali tidak menunjukkan informasi yang sesungguhnya. Tahapan selanjutnya dari pengujian konsistensi ini adalah untuk mengetahui peran konsistensi tersebut dan *stock recommendation* serta *earning forecast revision* dalam mengurangi *asymmetry information*.

Markov (2001) menunjukkan bahwa konsistensi antara *stock recommendation* dan *earning forecast revision* mampu mengurangi ketidakpastian informasi. Menurut Markov (2001), konsistensi antara *stock recommendation* dan *earning forecast revision* memberikan kepastian bahwa analisis berhasil mengurangi *asymmetry information* dengan memberikan informasi yang konsisten. Dengan berkurangnya *asymmetry information* yang terjadi antara investor dengan perusahaan maka investor memiliki keyakinan dalam mengambil keputusan investasinya. Disisi lain apabila *earning forecast revision* dan *stock recommendation* tidak memiliki konsistensi maka justru akan menambah *asymmetric information*.

Keberadaan informasi dari *stock recommendation* dan *earning forecast revision*, akan mempengaruhi ekspektasi investor terhadap return saham. Semakin konsisten informasi dari *stock recommendation* dan *earning forecast revision* diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan. Akan tetapi fenomena yang terjadi di pasar modal Indonesia, menunjukkan bahwa meskipun terdapat sekitar 130 perusahaan sekuritas yang analisis sekuritasnya secara continue mengeluarkan output hasil analisisnya kepada publik, pasar modal Indonesia sampai saat ini masih belum efisien maka hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Konsistensi *earning forecast revision* dan *stock recommendation* tidak mengurangi *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan.

Selain diajukan hipotesis pengaruh konsistensi antara *earning forecast revision* dan *stock recommendation* terhadap *asymmetric information*, diajukan juga hipotesis pengaruh *stock recommendation* terhadap *asymmetric information*. Hal ini dilatar belakangi oleh penelitian dari Liu et al (1990), Benesh (1991), Stickel (1995) dan Francis dan Soffer (1997) menyatakan bahwa pasar bereaksi positif terhadap *buy recommendation* dan bereaksi negative terhadap *sell recommendation*. Dalam hal ini reaksi pasar menunjukkan bahwa *stock recommendation* cukup informatif. Sementara penelitian Womack (1996), menunjukkan bahwa revisi *recommendation upgrade (downgrade)*, berhubungan positif (negative) dengan abnormal return di sekitar pengumuman revisi *recommendation* tersebut. Penelitian Womack (1996) ini

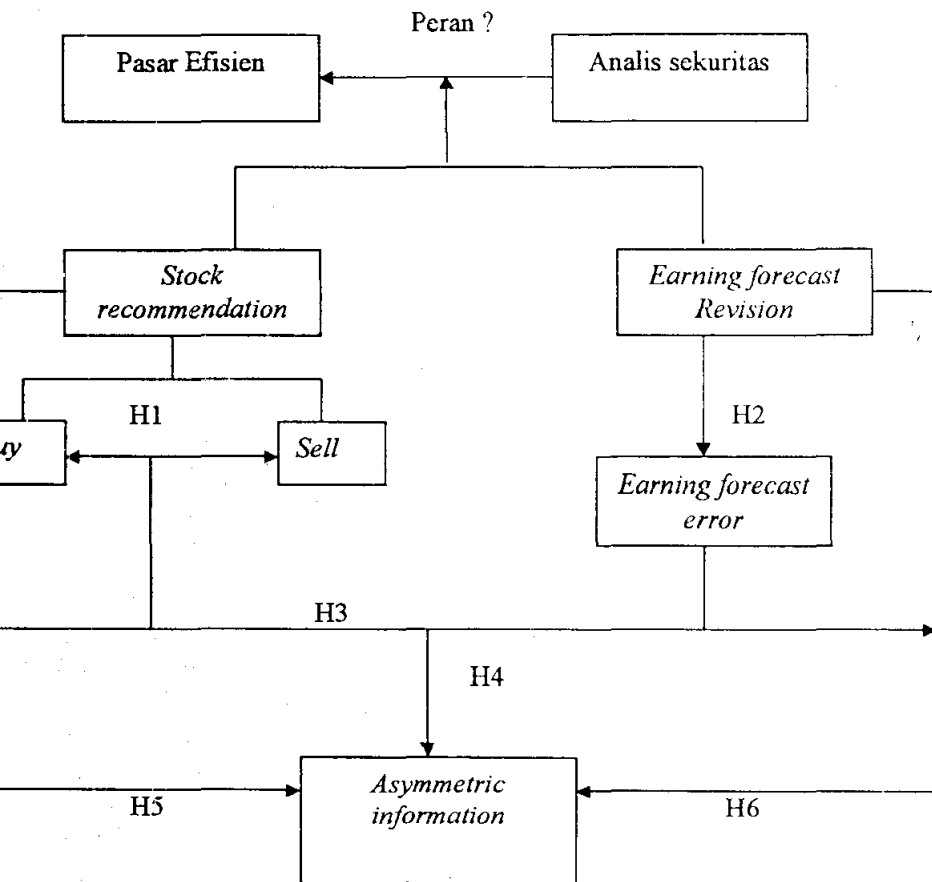
didukung dengan penelitian Jegadeesh et al (2004) menunjukkan revisi *recommendation* merupakan predictor untuk return saham. Di Indonesia penelitian Arimbi (2006) mendukung penelitian di atas dimana terdapat abnormal return positif (negative) di sekitar hari dikeluarkannya rekomendasi jual (beli). Dari beberapa penelitian diatas, ditunjukkan bahwa *stock recommendation* cukup informative, artinya bahwa *stock recommendation* mengandung informasi yang diharapkan bisa mengurangi *asymmetric information*. Dan hipotesis yang diajukan adalah:

H5. *Stock recommendation* mengurangi *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan.

Output lain dari analyst sekuritas adalah *earning forecast revision*. *Earning forecast revision* diberikan oleh investor pada saat terdapat informasi baru tentang ekpektasi pasar terhadap laba perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Hall dan Tacon (2008), *earning forecast revision* memberikan estimasi tentang laba perusahaan di masa yang akan datang, yang berguna bagi investor untuk mencapai nilai wajar perusahaan. Informasi ini berpengaruh terhadap persepsi investor tentang kinerja perusahaan di masa yang akan datang (Frankle et al, 2002 dan Chung and Jo, 2002), sehingga mempengaruhi harga sekuritas (Kothari et al, 2003). Hal ini menunjukkan bahwa informasi dari analis sekuritas bisa mengurangi *asymmetric informasi* antara investor dengan perusahaan. Sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H6 : *Earning forecast revision* mengurangi *asymmetric information* antara investor dengan perusahaan

Berikut kerangka teoritis dari penelitian ini dalam bentuk bagan:



IV. METODOLOGI PENELITIAN

a. Data

Penelitian ini menggunakan data dari perusahaan yang go publik di Bursa Efek Indonesia maupun perusahaan sekuritas yang mempublikasikan hasil analisisnya yang terdaftar di Asosiasi Analis Efek Indonesia. Periode penelitian adalah tahun 2006-2008. Periode ini diambil karena merupakan periode terdekat dengan saat penelitian ini dilakukan.

b. Definisi Operasional

1. Efisiensi pasar

Variable ini diukur menggunakan Market Efficient Coefficient (MEC).

$$MEC = \text{Var}(R_L) / \text{Var}(R_s)$$

$\text{Var}(R_L)$ = Variance Return Jangka Panjang

$\text{Var}(R_s)$ = Variance Return Jangka Pendek

Data yang diperlukan adalah harga saham yang akan diambil dari directory Bursa Efek Indonesia dan www.yahoofinance.com

2. Stock Recommendation

Merupakan salah satu produk yang dihasilkan oleh analis di perusahaan efek, berupa rekomendasi kepada investor untuk melakukan *buy*, *hold* ataupun *sell* untuk suatu saham tertentu. Sumber data dari perusahaan efek

3. Earning forecast revision

Variabel ini mengukur perubahan earning forecast dari suatu perusahaan. Earning forecast ini merupakan forecast yang dibuat oleh analis dari perusahaan efek.

$$EFR = (EF_t - EF_{t-1}) / EF_{t-1}$$

Dimana:

EFR = Earning Forecast Revision

EF_t = Earning forecast pada periode t

Sumber data dari perusahaan efek

4. Konsistensi stock recommendation dengan earning forecast revision

Konsistensi ini diukur menggunakan R^2 dari hasil regresi antara quarterly stock return sebagai dependen variabel dengan quarterly earning sebagai independent variabel.

Sumber data laporan keuangan perusahaan dan Bursa Efek Indonesia

5. Variabel kontrol

Book to market Ratio (B/M) merupakan ratio antara nilai buku dan nilai pasar perusahaan. nilai buku di ambil dari laporan keuangan perusahaan dan nilai pasar diambil dari harga saham perusahaan di Bursa efek Indonesia

c. Model Analisis

Untuk menguji hipotesis yang diajukan, akan digunakan model yang sesuai untuk setiap hipotesis.

1. Pengujian Hipotesis 1 dan 2

Hipotesis 1 yang di ajukan adalah rekomendasi buy lebih banyak diberikan oleh analis dibandingkan rekomendasi sell

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 > \mu_2$$

Hipotesis ini akan diuji menggunakan uji beda dua rata-rata. Begitu juga dengan hipotesis 2 akan diuji menggunakan uji beda dua rata-rata karena hipotesis 2 menyatakan bahwa earning forecast revision positif lebih banyak dibandingkan earning forecast negatif

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 > \mu_2$$

2. Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis 3 menyatakan bahwa stock recommendation dan earning forecast revision tidak konsisten. Hipotesis ini akan di uji dari R^2 hasil regresi quarter stock return sebagai dependen variabel dengan quarterly earning sebagai independen variabel. R^2 disini merupakan ukuran konsistensi antara stock recommendation dengan earning forecast revision.

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

3. Hipotesis 4, 5, dan 6

Hipotesis 4, 5 dan 6 diuji untuk mengetahui pengaruh stock recommendation, earning forecast revision dan konsistensi stock recommendation dan earning forecast revision terhadap asymmetric information.

Model yang akan diuji

$$MEC = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 EFR + \beta_4 D_1 * EFR + \beta_5 D_2 * EFR + \beta_6 R^2 + \beta_7 D_1 * R^2 + \beta_8 D_2 * R^2 + \beta_9 B/M$$

DAFTAR PUSTAKA

- Arimbi, Diana (2006) *Pengaruh Rekomendasi Perusahaan Efek Dalam Harian Bisnis Indonesia terhadap Return, Volatilitas Return, dan Volume Perdagangan Saham*; Tesis S2 Universitas Indonesia
- Barber, Brad M., Lehavy Reuven., McNichols Maureen and Trueman Brett (2005); *Buy, Holds, and Sells: The Distribution of Investment Banks' Stock Rating and The Implication for The Profitability of Analysts' Recommendation*; Journal of Accounting and Economic
- Beaver, William; Cornell Bradford; Landsman Wayne R and Stubben Stephen R (2007) *The impact of analyst forecast error and forecast revision on stock price* Journal of Business Finance and Accounting.
- Beneish M (1991) *Stock Price and The Dissemination of Analyst Recommendation*; Journal of Business Vol 64
- Da Zhi and Waracha Mitch; (2008) *Analyst Forecast Biases and Stock Returns*; working paper series SSRN .com
- Ding, David K, Charoenwong C and Sectoeh, R(2004) *Prospect Theory, Analyst Forecast and Stock Return*; Journal of Multinational Financial Management 14, 425-42
- Elton, E, Gruber, M and Gultekin, B M (1981) *Expectation and share price*; Management Science
- Fama (1970) *Market Efficiency, Long term return, and behavioral finance*; Journal of Financial Economic 49
- Francis, J and Soffer L (1997); *The Relative Informativeness of Analyst Stock Recommendation and Earning Forecast Revision*; Journal of Accounting Research 1-19
- Frankle, L and Lee (2002) *Accounting Valuation, market expectation and cross sectional stock return*; Journal of Accounting and Economic 25
- Galanti Sebastian (2004) *Stock Analyst Recommendation and Market Participant* working papers series, SSRN.com
- Givoly J and Lakonishok J (1980) *Financial Analyst Forecast of Earning: The Value to Investor*; Journal of Banking and Finance, 221-233
- Gleason, Cristi A; Lee, Charles M.C (2000); *Characteristic of Price Informative Analyst Forecast*, Accounting Review

- Gu Zhaoyang and Xue Jian (2008); *The Superiority and disciplining role of independent analysts*; Journal of Accounting and Economic 45, 289-316
- Hall, Jason and Tacon, Paul B (2008); *Forecast Accuracy and Stock Recommendations*; Working paper series, SSRN .com
- Howe, John S, UNLU Emre and Yan Xuemin (2007); *The Predictive Content of Aggregate Analyst Recommendation* Journal of Accounting Reseach, Vol 47 no 3
- Ho, T and Michaely, Roni (1988) *Information Quality and Market Efficiency*, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol 23.
- Imhoff and Lobo (1995) *Information Content of analyst composite forecast revision*; Journal of Accounting Research: 541-554
- Jegadeesh, R; Kim J; Krische, S D and Lee C M (2004) *Analyzing the Analysts: When do recommendation add value?* Journal of Finance 52: 859-874
- Kim, Jae dan Shamsuddin, Abul (2007); *Are Stock Market Efficient? Evidence from New Multiple Variance Ratio Test*; Journal of Empirical Analysis, Vol 15, 518-542
- Kothari, S.P; Shanken, J and Sloan R (1995) *Another Look at The cross section of expected return*; Journal of Finance: 185-224
- Liu, P L; Smit S and Syed A (1990) *Stock Price Reaction to the Wall Street Journal securities Recommendation*; Journal of accounting and Economics 25: 101-127
- Liu J and Thomas J (2000) *Stock Recommendation and Accounting Earning*; Journal of Accounting Research 38, 71-101
- Markov, Stanimir (2001) *Financial Analyst Stock Recommendation and Earning Forecast Revision*; Dissertation, University of Rochester New York
- Michaely and Womack (1999), *Conflic of Interest and the Credibility of underwriter analyst recommendation*; Review of Financial Studies, 12
- Moyer, R Charles; Chatfield, Robert E and Sisneros, M Philip (1989); *Security Analyst Monitoring Activit: Agency Cost and Information Demand*; The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 24 no 4
- Piotroski, Joseph D and Roulstone, Darren T (2004) *The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices*; The Accounting Review 79 (4)
- Sartono, Agus., (2002), *Overreaction of the Indonesian Capital Market: Is Market Rational?* Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, Universitas Gadjah Mada
- Shipper K (1991) *Analyst Forecast*; Accounting Horizon 5 (4): 105-131

Stikel, S (1995) *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendation*; Financial Analysts Journal: 25-39

Susiyanto, Fendi M., (2002), *Market Overreaction in Indonesian Stock Market*, Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan, Universitas Gadjah Mada

Womack, K L (1996) *Do Brokerage analyst recommendation have investment value?* The Journal of Finance 51 (1), 157-167

Zhang, Frank X (2007); *Information Uncertainty and Analyst Forecast Behavior*; Contemporary Accounting Research , Vol. 23 no 2

