REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP REKOMENDASI SAHAM YANG DIPUBLIKASIKAN HARIAN KONTAN DALAM RUBRIK "REKOMENDASI"

Oleh:

ORIN BASUKI[1]
dan
ADLER HAYMANS MANURUNG[2]

Abstract

The purpose of this research is exploring and examining stock recomendation impact on stock price movement at Indonesia Stock Exchange, Bursa Efek Indonesia (BEI). This study is using stock recomendation from a column on *Kontan* daily newspaper, named REKOMENDASI. Each recomendation produce by analysts from many investment advisory agencies in Jakarta. The effect of stock recomendation has divided by three time corridors, which is before, at the day, and after *Kontan* recomendation were published. This study have also explored the impact of *Kontan* recomendation on each kind of recomendation, such as buy, sell, hold, or combination recomendation of buy-sell and buy-hold. This study conducted by event study as the model. Therefore, a tools that precisely right to build argument for this study is abnormal return of the stock which was recommended by *Kontan* column. The result of this study indicate that the REKOMENDASI column appears to have an impact on stock price on the publication day. However, for buy recomendation there was a situation of no abnormal performance on the publication day.

Keywords : return, abnormal return, stock recommendation, event study, stock price

[1] Penulis adalah Wartawan Harian Kompas dan Lulusan Magister Manajemen FEUI

[2] Penulis adalah Guru Besar Pasar Modal dan Perbankan, FE Universitas Tarumanagara, Jakarta

Reaksi Harga Saham Terhadap Rekomendasi Saham yang Dipublikasikan Harian Kontan dalam Rubrik "REKOMENDASI"

Pendahuluan

Merton (1987*)* seperti disinggung Brennan dan Hughes (1991:3), mengasumsikan bahwa keputusan investor dalam membeli saham didasarkan atas satu prinsip, yakni hanya membeli saham yang diketahuinya saja. Dimana pengetahuan atas saham tersebut disediakan dalam perkiraan keuntungan yang diterbitkan oleh *broker* (perantara) atau perusahaan sekuritas.

Atas dasar itulah, para *broker* merasa layak memperoleh komisi dari para investor atas perkiraan yang mereka buat. Dengan demikian, investor hanya akan menanamkan uangnya pada saham yang sudah direkomendasikan oleh *broker*-nya.

Liu, Smith, dan Syed (1990) menyatakan, hipotesis pasar yang efisien mengasumsikan bahwa harga surat berharga secara penuh dan instan merefleksikan semua informasi yang tersedia. Anggapan ini sempat mendorong munculnya pertanyaan tentang nilai ekonomi dari nasihat investasi profesional, seperti yang diberikan *broker*. Jika pasar sudah efisien, keputusan investasi yang didasarkan atas nasihat profesional itu tetap tidak akan pernah mengungguli pasar. Namun, mengapa orang tetap saja berani membayar untuk informasi pasar itu?

Untuk menjawab itu, beberapa studi menunjukkan bahwa biaya yang dikeluarkan investor untuk mendapatkan informasi dari penasihat investasi jauh lebih rendah dibandingkan menggali sendiri informasi tersebut. Studi yang dilakukan Millon dan Thakor (1985), seperti dikutip Liu, Smith, dan Syed (1990), menunjukkan bahwa penasihat investasi dapat menghasilkan informasi yang jauh lebih murah dibandingkan informasi yang diproduksi sendiri oleh investor. Itu bisa terjadi jika perusahaan pemberi nasihat investasi mengijinkan analis surat berharganya membagi-bagikan informasi tentang ketidakpastian yang berdampak pada nilai emiten, seperti tingkat pengembalian (*return*) berbanding portofolio pasar.

Liu, Smith, dan Syed (1990) menyebutkan, ada bukti bahwa pasar keuangan merespon pada informasi yang disediakan oleh perusahaan atau lembaga penasihat investasi. Liu dan kawan-kawan mencontohkan, hasil studi Grier dan Katz (1976); Griffin dan Sanvicente (1982); Holthhausen dan Leftwich (1986); Ingram, Brooks, dan Copeland (1983); dan Stickel (1985) membuktikan bahwa pengumuman perubahan peringkat utang mempengaruhi harga obligasi dan saham.

Selain itu, Liu, Smith, dan Syed (1990) mencatat studi lain seperti yang dilakukan Black (1973), Copeland dan Mayers (1982), Holloway (1981), Huberman dan Kandel (1987), Peterson (1987), dan Stickel (1985) melaporkan pemeringkatan dalam *Value Line Investment Survey* berisikan informasi prediksi tentang tingkat pengembalian saham. Studi lain yang dilakukan oleh Bjerring, Lakonishok, dan Vermaelen (1983); lalu Givoly dan Lakonishok (1979); dan Groth, Lewellen, Schlarbaum, serta Lease (1979) menyimpulkan bahwa rekomendasi yang dikeluarkan oleh *broker* surat berharga telah mendorong tingkat pengembalian yang abnormal.

Adapun penelitian Davies dan Canes (1978), yang disinggung Beneish (1991: 393), menemukan bahwa rekomendasi berongkos rendah yang diproduksi para analis dalam rubrik *"Heard on Street"* (HOTS) pada surat kabar *The Wall Street Journal* (WSJ) menimbulkan tingkat pengembalian abnormal yang signifikan secara statistik. Seluruh studi itu menunjukkan bahwa nasihat investasi bernilai ekonomi.

Sebagai kelanjutan dari studi-studi itu, Liu, Smith, dan Syed (1990) membuat studi yang menunjukkan bahwa rubrik HOTS memberikan dampak terhadap harga saham pada hari yang sama ketika rubrik itu dipublikasikan. Selain itu, dampaknya masih terasa hingga dua hari

kemudian, meskipun lebih kecil. Tingkat pengembalian yang abnormal dalam studi mereka diasosiasikan sama dengan volume perdagangan yang lebih tinggi.

Berbeda dengan studi yang dilakukan oleh Davies dan Canes (1978), studi yang dilakukan Liu, Smith, dan Syed (1990) tidak hanya memperhatikan tingkat pengembalian yang abnormal, melainkan juga volume perdagangan yang terjadi pada hari pemublikasian rekomendasi HOTS. Liu, Smith, dan Syed (1990) menemukan adanya tingkat pengembalian abnormal untuk kedua rekomendasi, baik *buy* (beli) atau *sell* (jual), pada hari penerbitan rekomendasi itu.

Selain itu, rekomendasi untuk satu perusahaan berdampak lebih besar dan signifikan terhadap harga saham ketimbang rekomendasi untuk banyak perusahaan. Studi ini juga mendeteksi adanya kenaikan volume perdagangan pada hari penerbitan rekomendasi itu.

Pada prakteknya, dari "dapur" para penasehat investasi maupun analis pada perusahaan perantara investasi, mereka sudah memiliki perangkat teknis yang mumpuni untuk memperhitungkan pergerakan harga saham. Dengan alat itu, mereka memperkirakan ada potensi keuntungan pada investasi di saham tertentu.

Sadewa dan Tim DRI (2010) menuturkan, Danareksa Research Institute memiliki 33 indikator teknikal yang mereka gunakan untuk "mendengarkan suara pasar". Masing-masing indikator teknikal itu memiliki fungsinya sendiri, dan satu sama lain tidak bisa berdiri secara individual.

Sadewa dan Tim DRI (2010) menyebutkan, salah satunya adalah indikator *Accumulation/ Distribution* (AD) yang digunakan untuk mengukur volume aliran uang untuk suatu saham atau indeks. Atas dasar itu, seringkali kenaikan harga saham didahului kenaikan volume transaksi, sehingga indikator AD bisa digunakan untuk mendeteksi secara dini kenaikan atau penurunan volume transaksi.

Lalu ada indikator *Aroon* yang dikembangkan Tushar Chande pada tahun 1995 (Sadewa dan Tim DRI, 2010). Indikator ini dapat memudahkan *trader* untuk mengukur kekuatan tren saat ini, dan keberlanjutan tren itu.

Selain itu, Sadewa dan Tim DRI (2010) juga menyebut *Average Directional Movement Index* (ADX) ciptaan Welles Wilder yang digunakan untuk mengevaluasi tren pergerakan harga saham yang terjadi saat ini, akankah terus berlanjut atau mulai melemah. ADX dapat dimanfaatkan untuk mengukur apakah pergerakan harga saham saat ini masih dalam tren (naik atau turun) atau bergerak rata (*sideaway*). Atas kemampuannya itu, ADX dapat difungsikan sebagai titik masuk dan titik keluar dari pasar.

Selain memperkirakan tren, faktor penting lainnya dalam membaca pergerakan pasar saham, menurut Sadewa dan Tim DRI (2010), adalah risiko. Ada banyak indikator yang dapat digunakan untuk mengukur risiko, sebut saja indikator teknis *Average True Range* (ATR) dan *Chaikin Volatility* (Sadewa dan Tim DRI: 2010). Keduanya digunakan untuk mengukur volatilitas harga yang menjadi dasar pengukuran tinggi rendahnya risiko memasuki pasar.

Namun, dengan berbagai analisa teknis yang canggih pun, penilaian *broker* atau perusahaan sekuritas atas potensi keuntungan pada setiap saham akan berlainan. Harris (2003) menyatakan, faktor *Noise* menjadi salah satu pertimbangan. *Noise* muncul karena ada informasi yang asimetris, atau informasi yang tidak tersebar secara merata. Demikian diungkapkan Fischer Black seperti disitir Harris (2003).

Besaran *Noise* dapat digambarkan sebagai selisih antara nominal *value* (harga saham yang ada di pasar) dengan fundamental atau nilai intrinsik dari sebuah saham. Secara fisik, *Noise* dapat digambarkan sebagai *trader* yang melakukan transaksi tanpa mendasarinya dengan informasi yang mencukupi dan handal. Tanpa dapat disangkal, keberadaan *Noise* inilah yang menyebabkan perdagangan di bursa saham menjadi sangat dinamis. Atas dasar itulah, investor

akan sangat bergantung pada informasi yang diperolehnya dari *broker* atau rekomendasi media massa.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah menjawab dua pertanyaan yang diungkapkan dalam perumusan masalah. Atas dasar itu, penelitian ini dilakukan untuk menentukan apakah rekomendasi harga saham memberikan dampak terhadap pembentukan harga saham di pasar modal melalui informasi teknis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan*.

Selain itu, penelitian ini juga berusaha untuk mendapatkan jawaban atas pertanyaan, apakah rekomendasi harga yang disampaikan oleh para analis melalui rubrik REKOMENDASI *Kontan* mempengaruhi pembentukan *abnormal return* atas saham tertentu di pasar modal. Kali ini, variabel harga saham yang diusulkan analis melalui kolom REKOMENDASI *Kontan* akan dipadukan dengan variabel lain, yakni *return* saham pada hari penerbitan rekomendasi, untuk mengukur *abnormal return* di pasar modal selama masa pengamatan.

TINJAUAN TEORI

Struktur Mikro Pasar

Penelitian ini membahas tentang "Reaksi Saham terhadap Rekomendasi Saham yang Dipublikasikan oleh Harian *Kontan* dalam Rubrik REKOMENDASI". Oleh karena itu dengan didasarkan atas latar belakang pada sub-sub bab sebelumnya, maka informasi dan konsep-konsep terkait Struktur Mikro Pasar (*Market Microstructure)*, informasi pasar, rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan*, efisiensi pasar, tingkat pengembalian (*return*), tingkat pengembalian yang abnormal (*abnormal return*) akan menjadi bagian penting dalam penelitian ini.

Market Microstructure merupakan cabang ilmu ekonomi keuangan yang berusaha menginvestigasi perdagangan dan organisasi pada sebuah bursa efek. Cabang keilmuan ini berkembang secara substansial sejak Oktober 1987, ketika bursa efek di negara-negara maju mengalami tekanan.

Salah satu hal yang menjadi bagian terpenting dari *Market Microstructure* adalah pengenalan terhadap struktur bursa. Sebuah bursa setidaknya memiliki struktur inti yang harus selalu ada, yakni aturan perdagangan, tata ruang, sistem penyampaian informasi, serta sistem komunikasi informasi di dalam bursa (Harris, 2003). Dengan demikian, dua dari tiga struktur sebuah bursa efek sangat terkait erat dengan kelayakan sistem penyampaian informasi bagi pelaku pasarnya.

Investor berkepentingan terhadap struktur sebuah bursa karena struktur bursa menentukan apa saja yang dapat dilakukan pelaku pasar dan apa yang dapat mereka ketahui. Hal tersebut akan berdampak pada pembentukan strategi investasi dan portofolio pelaku pasar.

Keterlibatan informasi dalam setiap pengambilan keputusan investor ini dianggap sebagai sumber pembentukan harga dari sekuritas di sebuah bursa. Penetapan keputusan itu dibangun di atas asumsi bahwa harga sebuah efek telah merefleksikan secara penuh seluruh informasi yang tersedia. Dimana, sebuah bursa yang memiliki kecenderungan pembentukan harga sekuritasnya berdasarkan ketersediaan seluruh informasi disebut sebagai pasar yang efisien (Fama, 1970).

Adapun Stoll dan Huang (1994) menekankan pada penggunaan teori-teori struktur mikro pasar dalam memprediksi perilaku *return* setiap saham dalam jangka pendek. Ada beberapa persamaan model ekonometri, yang terkait dengan revisi kuotasi dan *return* transaksi, yang telah dibangun untuk mengidentifikasi perbedaan relatif antara teori struktur mikro pasar dengan upaya membuat prediksi.

Stoll dan Huang (1994) berpendapat, faktor mikro dalam teori struktur mikro pasar terkait dengan observasi yang mencakup rentang waktu pendek, yakni lima menit. Hasil observasinya terkonfimasi oleh hasil empiris bahwa *return* yang diharapkan ternyata terkait dengan deviasi antara harga transaksi dan titik tengah kuotasi.

Pasar Efisien

Informasi merupakan syarat penting bagi seorang investor atau calon investor untuk menentukan sikap sebelum memutuskan saham yang akan dibeli atau dijualnya. Dengan demikian, investor sangat mendambakan tersedianya informasi yang mereka perlukan untuk menjadi dasar penetapan keputusannya. Pada saat informasi dinilai tersedia dengan maksimal dan mencukupi seluruh kebutuhan investor maka pasar modal dikatakan dalam kondisi efisien.

Begitu besarnya keinginan seluruh pelaku pasar modal untuk mendapatkan informasi yang lengkap di satu sisi, dan di sisi lain masih tetap saja ada pelaku pasar yang merugi tetapi ada juga yang untung, membuat konsep pasar yang effisien kerap dipertanyakan. Damodaran (2002) menyebutkan, pasar yang efisien merupakan konsep yang kontroversial serta mengundang pro dan kontra.

Itu muncul karena adanya perbedaan pandangan antar setiap individu. Itu menunjukkan bahwa ada beragam cara yang digunakan investor untuk mendekati posisi dimana dia sudah siap berinvestasi. Hipotesa tentang pasar yang efisien ini terus menerus dipertahankan dalam beberapa dekade terakhir ini.

Liu, Smith, dan Syed (1990) berpendapat, dalam sebuah pasar yang efisien diasumsikan seluruh harga saham merefleksikan semua informasi yang tersedia secara penuh dan instan. Masalahnya, mengapa pada saat pelaku pasar modal percaya bahwa pasar sudah efisien, mereka masih bersedia membeli dan mencari informasi yang diberikan pihak lain. Informasi yang disediakan itu bisa saja berasal dari *broker*, analisa analis secara langsung, atau melalui rekomendasi yang disiapkan dalam media massa.

Studi yang dilakukan Millon dan Thakor (1985), seperti disebutkan Liu, Smith, dan Syed (1990), menunjukkan penasehat investasi dapat menyediakan informasi kepada investor dengan biaya yang lebih rendah dibandingkan ongkos yang harus dikeluarkan oleh investor, jika mencari informasi sendiri. Itulah yang mendorong pelaku pasar tetap mencari bahkan membeli informasi yang diperlukannya sebelum menentukan keputusan investasi pada pasar efisien.

Dengan begitu luasnya batasan tentang pasar yang efisien, Damodaran (1985: 113) memagari konsep pasar efisien ini. Menurutnya, definisi pasar yang efisien harus lebih spesifik, tidak hanya pada pasar, tetapi juga mempertimbangkan kelompok investornya.

Dengan demikian, tidak mungkin ada pasar yang efisien bagi seluruh investor di dalamnya. Akan tetapi, dapat dikatakan bahwa pasar tertentu, misalnya Bursa Efek Indonesia (BEI), menjadi efisien bagi rata-rata investornya. Oleh karena itu, ketika sebagian investor menilai pasar efisien, maka ada investor lain yang merasa tidak efisien.

Pada tahun 1970, Fama (seperti dikutip Manurung, 2010) membagi pasar yang efisien itu ke dalam tiga kelompok. *Pertama*, pasar efisien berbentuk lemah atau *weak form efficient* (fokus pada seberapa baik perkiraan tingkat pengembalian di masa lalu mampu memprediksi tingkat pengembalian di masa mendatang).

Kedua, pasar efisien semi-kuat atau *semi strong form efficient* (fokus pada seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi publik yang diumumkan). *Ketiga*, pasar efisien yang kuat atau *strong form efficient* (fokus pada penggalian apakah para investor memang memiliki informasi sendiri yang sama sekali tidak terrefleksikan dalam harga sekuritas di pasar).

Namun, pada tahun 1991, Fama (Manurung, 2010) mengubah cakupan dan penamaan pada ketiga kategori itu. Perubahan cakupan dilakukan atas kategori pasar efisien yang lemah

atau *weak form efficient.* Sebelumnya, kategori ini fokus pada kekuatan data masa lalu dalam memprediksi tingkat pengembalian di masa mendatang, sekarang cakupannya lebih ditekankan pada pengujian prediksi tingkat pengembalian dengan memasukan variabel baru. Variabel baru itu antara lain imbal hasil dividen, tingkat suku bunga, juga memperhitungkan adanya fenomena musiman seperti *January Effect*.

Adapun untuk dua kategori lainnya, Fama hanya mengubah namanya saja. Untuk kategori pasar semi-kuat atau *semi strong form efficient* diubah menjadi sebuah uji yang sudah umum dilakukan, yakni *Event Study*. Sementara untuk kategori pasar efisien yang kuat atau *strong form efficient* ditekankan pada *test for private information* (Manurung, 2010).

Namun, Liu, Smith, dan Syed (1990) mencatat munculnya pertanyaan yang menghendaki adanya pengecualian terhadap teori Fama (1970), menyusul tumbuh suburnya nasehat investasi dari para profesional kepada investor di bursa. Jika pasar memang efisien, maka manajemen portofolio yang didasarkan atas nasehat para profesional itu tidak akan meleset dan akan menghasilkan keuntungan. Namun, kenyataannya, masih banyak investor yang bersedia membeli informasi dari para profesional tersebut.

Fenomena itu merujuk pada pandangan Harris (2003) yang percaya bahwa di bursa telah terjadi suatu kondisi dimana informasi tidak terdistribusi secara merata, atau terjadi informasi yang asimetris (*Asymmetries Information*). Situasi ini menyebabkan pelaku pasar yang lebih mengetahui nilai-nilai dan langkah yang akan dilakukan memiliki keuntungan lebih besar dibandingkan pelaku pasar lain.

Pelaku pasar yang memiliki pengetahuan lebih lengkap dari pelaku lain akan menanggung ongkos transaksi yang lebih ringan dibandingkan pelaku pasar yang memiliki pengetahuan lebih sedikit. Atas dasar itulah, pelaku pasar yang miskin pengetahuan (*Less Informed Trader*) kerap akan menghindari pelaku pasar yang kaya informasi (*Well Informed Trader*) (Harris, 2003)

Well Informed Trader tidak lain adalah spekulator yang bertindak atas dasar informasi tentang nilai fundamental (Harris, 2003). Mereka memutuskan untuk membeli saham ketika harganya berada di bawah estimasi nilai fundamental dan menjual ketika harga saham dinilai ada di atas nilai fundamentalnya. Para *trader* yang tergolong pada kelompok *Well Informed Trader* tersebut antara lain *Value Trader*, *Information-oriented Technical Trader*, *Arbitrageur*, dan *News Trader*.

Dalam bertransaksi di pasar modal, seorang *Value Trader* selalu mendasarkan keputusannya pada nilai-nilai fundamental, sehingga segala upaya akan mereka lakukan untuk menghimpun nilai-nilai fundamental itu. Kemudian, mereka menggunakan model-model ekonomi untuk mengorganisir informasi yang diperoleh dan mengestimasi nilai-nilai instrumen investasi. Informasi yang dihimpun mulai dari data penjualan, biaya-biaya, aktivitas ekonomi, tingkat suku bunga, kualitas manajemen, kompetisi potensial, hubungan perburuhan, hingga prospek teknologi (Harris, 2003: 227).

Berbeda dengan *Value Trade*, *Information-oriented Technical Trader* lebih menekankan keputusan investasinya pada informasi-informasi yang terkait dengan model teknikal. Itu antara lain informasi tentang identifikasi pola-pola harga. Beberapa pola bisa saja muncul akibat perilaku investor yang berdampak pada pola harga saham. Itu bisa terjadi ketika para investor yang memiliki akses informasi sangat baik melakukan kesalahan sistemik, atau ketika investor yang tidak memiliki akses ke informasi melakukan tindakan yang tidak dapat diprediksi (Harris, 2003: 230).

Adapun kelompok investor yang dinamakan *Arbitrageur* senantiasa membeli dan menjual instrumen investasi yang sejenis. Mereka berusaha mengidentifikasi instrumen investasi yang dilihat dari harga relatif tidak konsisten satu sama lain. Kemudian, para *Arbitrageur* akan

membeli instrumen investasi yang lebih murah, dan menjual instrumen yang lebih mahal. Keuntungan yang diperoleh para *Arbitrageur* terjadi ketika instrumen murah yang dia beli mengalami kenaikan harga, dan instrumen yang mahal mengalami penurunan harga (Harris, 2003: 232).

Khusus kelompok *News Trader*, mereka akan bertindak berdasarkan informasi baru terkait dengan nilai sebuah instrumen investasi. Lalu mereka akan mencoba memprediksi bagaimana nilai instrumen itu berubah akibat adanya informasi baru tersebut. Jika mereka menilai perubahan itu cukup signifikan, mereka akan memutuskan membeli atau menjual instrumen investasi itu, tergantung pada berita yang muncul itu kabar baik atau buruk (Harris, 2003: 228).

Trader semacam ini seringkali harus berkompetisi dengan banyak *trader* lain, yang juga secara simultan mencoba menarik keuntungan dari berita yang sama. *News Trader* yang memiliki spesialisasi menghasilkan informasi tidak perlu bergerak cepat, namun dia tetap harus bisa mendahului pesaingnya. Hanya *trader* yang mampu bertransaksi sebelum beritanya muncul yang akan mendapatkan keuntungan (Harris, 2003:228).

Inside information---Salah satu jenis *News Trader* adalah orang yang bertransaksi atas dasar informasi yang dia peroleh dari pihak emiten secara langsung. Di beberapa negara, praktek ini dianggap ilegal, terutama di Amerika Serikat.

Selaras dengan lokasi penelitian kali ini, muncul pertanyaan, apakah Bursa Efek Indonesia (BEI) termasuk pasar yang efisien? Setidaknya ada enam penelitian yang sudah dilakukan untuk menjawab pertanyaan tersebut.

Pada tahun 1991, Husnan (seperti dikutip Manurung, 2010) melakukan penelitian dengan uji autokorelasi harga dan teknik *runs test*, data tahun 1990, atas 24 saham. Saham yang dipilih dikelompokkan sebagai saham-saham yang sudah tercatat sebelum deregulasi tahun 1988. Hasilnya menunjukkan bahwa terjadi peningkatan efisiensi pada bentuk lemah.

Hasil penelitian itu diperkuat Manurung (1994) yang menyimpulkan bahwa BEJ (nama BEI sebelum diubah dan digabungkan dengan Bursa Efek Surabaya) tidak efisien baik dalam bentuk lemah maupun dalam bentuk semi kuat. Selanjutnya, Affandi dan Utama (1998) menggunakan uji *cummulative average abnormal return* (*CAAR*) untuk menguji pengumuman laba dengan tingkat pengembalian saham. Hasilnya menunjukkan bahwa BEJ belum tergolong pasar dengan efisiensi setengah kuat (Manurung, 2010).

Penelitian dengan hasil yang sama juga diperoleh Hermanto (1998), namun dengan menggunakan kointegrasi dan menambahkan perubah makromoneter, seperti uang beredar dan nilai tukar dollar AS terhadap rupiah. Kesimpulan lain yang menunjukkan bahwa BEJ tidak memenuhi pasar yang efisien bentuk lemah diperlihatkan oleh hasil penelitian Jasmina (1999), dengan menggunakan data 1990-1996. Begitu juga dengan Suha (2004) yang menggunakan data 1999-2004 menunjukkan bahwa BEJ tidak memenuhi pasar efisien bentuk lemah (Manurung, 2010).

Manurung (2010) menyebutkan bahwa salah satu faktor yang menyebabkan BEJ tidak memenuhi syarat sebagai pasar yang efisien adalah kepemilikan saham dari perusahaan masih dikuasai keluarga. Akibatnya, manajemen perusahaan masih menggunakan manajemen keluarga, sehingga informasi perusahaan menjadi bias dan tercecer terlebih dahulu pada pihak keluarga. Itu dapat menyebabkan keluarga memperoleh keuntungan yang tidak normal. Kondisi itu diperparah oleh penegakkan hukum yang lemah dalam lima tahun terakhir (2006-2010).

Damodaran (2002) pasar yang tidak efisien terpenuhi jika ada dua kondisi terpenuhi. *Pertama*, ada peluang bagi pelaku pasar untuk mengacaukan pasar dan mendapatkan *excess return* (pengembalian di atas yang sewajarnya). *Kedua*, terlihat ada potensi *excess return*.

Untuk menguji apakah sebuah pasar itu efisien atau tidak, ada dua metode yang dapat dilakukan. *Pertama, Event Study*. *Kedua*, *Portfolio Study*. Kedua alat uji ini berusaha mengetahui ada atau tidaknya *excess return* yang dapat diperoleh investor dalam sebuah bursa.

Excess return itu sendiri dapat digambarkan sebagai perbedaan antara *actual return* (pengembalian yang terjadi) dengan *expected return* (pengembalian yang diharapkan), dengan demikian beragam model yang sudah ada dalam menghitung *expected return* menjadi penting. Setidaknya ada dua model yang dapat mengindikasikan *expected return,* yakni *capital asset pricing model* (CAPM) dan *arbitrage pricing model*. Namun, ada juga satu cara menetapkan *expected return,* yakni membandingkan *return* pada investasi yang sama.

Dalam kaitan dengan penelitian kali ini, peneliti akan menggunakan *Event Study* untuk mengetahui Reaksi Harga Saham Terhadap Rekomendasi Saham yang Dipublikasikan Harian *Kontan*. Ini dirasakan tepat karena *Event Study* didesain untuk membaca reaksi pasar terhadap *excess return* diseputar periode pelepasan sebuah informasi. Informasi yang dipublikasikan bisa saja dalam bentuk pengumuman tentang perkembangan ekonomi makro, atau pengumuman perusahaan secara spesifik, seperti dividen atau laba.

Penelitian-penelitian Sebelumnya

Dalam uraian ini akan dipaparkan beberapa penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya. Akan tetapi, tidak semua penelitian akan disebutkan dalam kesempatan ini. Hanya penelitian yang terkaitan dengan penggalian dampak sebuah informasi terhadap harga saham saja yang akan diungkapkan.

Ada dua bagian penting dalam sub bab ini, yakni berbagai penelitian yang sudah dilakukan di luar negeri pada bursa-bursa asing namun memiliki kemiripan dengan penelitian ini. Selain itu ada juga penelitian di dalam negeri yang dilakukan para periset lain.

Penelitian di Luar Negeri

Ada banyak penelitian yang dilakukan untuk mengukur dampak sebuah rekomendasi analis terhadap pergerakan harga saham di luar negeri. Namun, peneliti mencatat setidaknya ada tiga penelitian yang sejalan dengan penelitian ini. Catatan hasil penelitian terhadap dampak rekomendasi analis terhadap harga saham sebagian besar dipublikasikan melalui jurnal, hanya sebagian kecil yang dipaparkan melalui buku.

Pu Liu dan Kawan-kawan

Penelitian pertama dilakukan oleh kelompok Liu, Smith, dan Syed (1990), yang melahirkan sebuah jurnal berjudul *Stock Price Reactions to Wall Street Journal's Securities Recomendation.*

Mereka mengukur dampak kolom rekomendasi *Heard on the Street* (HOTS) dalam surat kabar harian *The Wall Street Journal* terhadap harga saham. Data yang digunakan adalah data saham di Bursa Saham New York (NYSE) pada periode 1 September 1982 hingga 30 September 1985. Dalam periode tersebut, Pu Liu dan kawan-kawan menghimpun 1.134 rekomendasi perusahaan, baik rekomendasi beli maupun jual.

Metode yang digunakan adalah *Event Study* dengan menekankan pada *abnormal return*. *Abnormal return* tersebut dapat diperhitungkan dengan pendekatan:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt}) \quad \textbf{(1)}$$

AR_{jt} adalah *Abnormal Return* untuk saham *j* pada hari ke-*t*, adapun R_j merupakan *Return* untuk saham *j* pada hari *t*. Adapun koefisien yang ditunjukan dengan α_j dan β_j adalah koefisian regresi.

Satu variabel lagi yang juga dibutuhkan dalam persamaan ini adalah R_{mt} yakni rata-rata tertimbang *Return* yang diperhitungkan oleh otoritas bursa, dalam hal ini *Center for Research in Security Prices* (CRSP). Lembaga yang sama dengan CRSP di Indonesia adalah Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di BEI.

Hasil penelitiannya mengindikasikan bahwa kolum HOTS memiliki dampak signifikan terhadap harga saham. *Abnormal Return* terlihat muncul secara signifikan pada dua hari sebelum hari penerbitan publikasi HOTS (*t = -2*) dan sehari menjelang hari penerbitan publikasi HOTS (*t = -1*). Fenomena ini melukiskan perilaku dari kolum HOTS itu sendiri.

Kolom HOTS secara umum fokus pada saham-saham yang baru saja dibahas dalam bagian pemberitaan di *The Wall Street Journal*. Winans (1986: 10) menyebutkan bahwa kolom HOTS ini mencoba mengikuti aksi di pasar sedekat mungkin dan secepat mungkin. "Sehingga ketika saham *Apple* menurun drastis, kami berusaha mencari tahu, mengapa orang atau pelaku pasar memperlakukan saham itu seperti demikian, dan itu kami ungkapkan dalam kolom HOTS".

Fenomena itu juga dapat dijelaskan sebagai dampak dari spekulasi atau pengetahuan atas isi rekomendasi pada kolom HOTS yang akan datang. Ini memungkinkan terjadi karena Redaktur HOTS senantiasa menanyakan kepada analis tentang saham apa saja yang perlu dibahas dalam HOTS yang akan datang.

Berdasarkan *The Wall Street Journal* edisi 2 April 1984 (halaman 18), reporter untuk rubrik HOTS adalah juga wartawan yang meliput isu-isu di industri tertentu dan merupakan spesialis bagi isu-isu di industri tersebut. Mereka akan mendeteksi, memverifikasi, dan mempublikasikan beragam informasi dari industri yang digelutinya.[3]

Proses pengumpulan informasi dan persiapan kolom HOTS sendiri akan memberikan tips atau nilai lebih bagi analis yang memberikan rekomendasi terkait isi kolom HOTS yang akan dipublikasikan. Meski demikian, *The Wall Street Journal* sangat menjaga agar keuntungan bagi

---

[3] Ini dapat menimbulkan kontroversi karena dengan sendirinya para wartawan ini terlibat langsung dan menangkap terlebih dahulu beragam rumor terkait industri yang dipegangnya. Rumor dapat diperolehnya langsung dari para pelaku pasar modal. Hal itu akan bermuara pada sebuah diskusi dan pertanyaan tentang rencana Wall Street Journal dalam mempublikasikan rekomendasi yang disampaikan oleh pelaku pasar itu. (Liu, Smith, dan Syed; 1990: 403)

Posisi wartawan seperti itu rentan pada penyalahgunaan. Skandal terkait HOTS pernah muncul pada 29 Maret 1984, ketika salah seorang Redaktur pengasuh HOTS, bernama R Foster Winans, membocorkan informasi lebih dulu terkait waktu dan isi kolom HOTS yang akan datang. Penerima informasi itu adalah empat orang broker (perantara) saham. Winans dan keempat broker itu bersepakat untuk membagi hasil keuntungan yang ilegal dari kebocoran informasi tersebut. (Liu, Smith, dan Syed; 1990: 400)

Atas transaksi haram tersebut, *Securities and Exchange Commission*/ SEC (Badan Pengawas Pasar Modal Amerika Serikat) menjatuhkan sanksi pidana atas kelima orang itu. SEC menggunakan prinsip adanya pelanggaran dan konspirasi mengambil keuntungan atas dasar informasi pasar yang sensitif. Winans dan keempat konspiratornya dihukum karena mengetahui bahwa kolom HOTS dapat berdampak pada harga saham.

analis itu tidak terjadi, antara lain mengingatkan wartawan yang mewawancarai analis untuk tidak memberitahukan tanggal penerbitan HOTS. [4]

Dalam diskusi internal antara para redaktur dengan wartawan sering ditekankan bahwa masa persiapan sebuah rubrik HOTS adalah satu hingga dua hari. Berdasarkan pengakuan Winans, dirinya mengetahui bahwa narasumber (dalam hal ini analis), terkadang berspekulasi atas apa yang sedang dilakukan oleh redaksi *The Wall Street Journal* pada hari berikutnya. Atas dasar itu, *The Wall Street Journal* berusaha mencegah agar tidak ada seorang pun yang dapat memperoleh informasi awal tentang apa isi HOTS kemudian. Namun, hal itu seringkali mustahil. (Liu, Smith, dan Syed; 1990)

Dalam jurnalnya, Pu Liu dan kawan-kawan (1990) menyitir beragam penelitian yang pada akhirnya menyimpulkan bahwa peningkatan volume perdagangan berkaitan dengan informasi yang dipublikasikan. Itu antara lain penelitian Karpoff (1986) yang mengembangkan sebuah model teoritis yang menggunakan volume perdagangan dalam *Event Study*. Penelitian ini mengidentifikasi isi informasi dari sebuah peristiwa.

Begitu juga dengan peneliti lain (seperti dicatat Liu, Smith, dan Syed; 1990), yakni penelitian Bamber (1986), Beaver (1968), Morse (1980), Pincus (1983), serta Woodruff dan Senchack (1988) melaporkan bahwa volume perdagangan saham meningkat secara signifikan di sekitar hari pengumuman laba tahunan perusahaan. Lalu, Asquith dan Krasker (1985) serta Richardson, Sefcik, dan Thompson (1986) menyimpulkan bahwa terjadi peningkatan signifikan pada volume perdagangan disekitar masa pengumuman perusahaan terkait perubahan kebijakan dividen.

Penelitian Beneish

Penelitian kedua dilakukan oleh Messod D Beneish yang sama-sama tertarik pada rubrik HOTS (dalam penelitiannya diberi label HS). Kali ini, data yang diambil adalah data saham-saham pada periode 1978-1979, sehingga terkumpulah populasi yang terdiri atas 500 rubrik HS. Dari seluruh populasi itu, Beneish hanya mengambil 100 penerbitan HS sebagai sampel penelitiannya.

Kemudian, Beneish membuat batasan-batasan tambahan, yakni ada dua kriteria publikasi HS yang digunakan dalam penelitiannya. *Pertama*, rubrik HS dapat terdiri atas rekomendasi untuk satu perusahaan atau sekelompok perusahaan. *Kedua*, opini analis dalam rubrik HS adalah pendapat bulat.

Dengan dua kriteria ini, maka hanya ada 89 artikel atau rubrik HS yang menjadi sampel matang dalam penelitian Beneish. Dari 89 artikel itu terdapat 404 observasi yang terdiri atas 286 rekomendasi beli dan 118 rekomendasi jual.

Tabel 1 menunjukkan ringkasan data berdasarkan tipe rekomendasi, berdasarkan tahun penerbitan rekomendasinya, dan tipe dari informasinya. Di tabel tersebut terungkap bahwa sebagian besar rekomendasi yang diberikan oleh para analis adalah rekomendasi beli, yakni mencakup 70,5 persen.

[4] Kebijakan redaksi The Wall Street Journal mengatur beragam alat untuk berjaga-jaga agar tidak ada analis yang diuntungkan oleh informasi awal yang tidak diharapkan. Salah satunya adalah memerintahkan para wartawan yang ditugasi mengisi rubrik HOTS agar tidak memberikan petunjuk apapun mengenai waktu penerbitan pada saat memberikan pertanyaan kepada analis. Mereka juga dilarang memberikan petunjuk apapun kepada analis terkait tanggal penerbitan HOTS. Untuk lebih amannya lagi, isi HOTS dipersiapkan pada saat-saat akhir penerbitan The Wall Street Journal akan dilakukan, ini diharapkan akan menghindari paparan awal yang tidak dikehendaki. (Liu, Smith, dan Syed; 1990: 403)

Tabel 1
Ringkasan Statistik atas Sampel Perusahaan yang Dipublikasikan Pada Kolom *Heard on the Street* (HS) Periode 1978-1979

A. Recommendations by Type and Year

Year	Number of "HS" Articles	Buy Recommendations*	Sell Recommendations†	Total Number Recommendations
1978	47	160	56	216
1979	42	126	62	188
Total	89	286	118	404

B. Number of Recommendations per "HS" Column, by Type

	Mean	Median	Minimum	Maximum
Whole sample	4.54	3	1	11
Buy recommendations	5.45	4	1	11
Sell recommendations	2.75	2	1	7

Sumber: Beneish (1991:400)

Adapun metodologi penelitian yang digunakan Beneish adalah model pasar dengan tingkat kesalahan prediksi (*market model prediction error*/ PE). Model tersebut adalah:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad \textbf{(2)}$$

Dimana

$\mathbf{R_{it}}$ = *return* dari saham perusahaan *i* pada hari *t*
R_{mt} = *return* rata-rata tertimbang yang diterbitkan CRSP pada hari *t*
ε_{it} = *error stochastic* untuk perusahaan *i* pada hari *t*
α_j , β_{jt} = koefisien regresi

Bagi setiap perusahaan *i*, *Prediction Error* (PE) dihitung untuk setiap hari pada periode analisis. Model yang digunakan sama dengan rumus yang dipergunakan Pu Liu dan kawan-kawan (1990) dalam menghitung *Abnormal Return* (AR), yakni:

$$PE_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad \textbf{(3)}$$

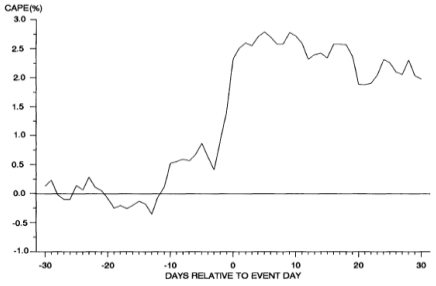
Untuk mendapatkan hasil menyeluruh pada satu hari tertentu, maka dibutuhkan rata-rata PE atau APE (*Average Prediction Error*). Namun untuk menentukan akumulasi APE dalam keseluruhan periode maka diperlukan data kumulatif APE (*CAPE*).

$$APE_t = \frac{1}{N}\sum_{i=t}^{N} PE_{it} \quad \textbf{(4)}$$

$$CAPE_k = \sum_{t=30}^{k} APE_t \quad \textbf{(5)}$$

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa publikasi rekomendasi beli atau jual berdampak signifikan pada pembentukan kinerja abnormal. Rata-rata PE untuk sampel dengan rekomendasi beli sebanyak 286 dapat dibedakan dari nol pada level konvensional di dua hari sebelum tanggal publikasi HS (-2) ke sehari setelah tanggal publikasi HS (+1). Artinya, untuk rekomendasi beli ada pengaruh signifikan terhadap harga saham pada t_{-2} dan t_{-1}. Terlihat pada Gambar 1 dan Gambar 2.

Adapun untuk rekomendasi jual dilaporkan bahwa rata-rata PE atau *abnormal return* menyebar pada *t-2* hingga *t+1* juga. Namun, untuk kinerja harga saham yang abnormal terjadi perubahan yang signifikan pada *t-2* hingga *t0*. Nampak pada Gambar 1 dan 2.



Gambar 1 Rekomendasi Beli

Gambar 2 Rekomendasi Jual

Sumber: Beneish (1991:400)

Beneish juga menekankan adanya insentif yang diperoleh seorang analis dengan memberikan rekomendasi kepada wartawan, karena mereka dapat menyampaikan hasil wawancara tersebut kepada klien-kliennya sebelum tanggal publikasi HOTS. Dengan demikian, hanya analis yang memiliki portofolio saham yang sama dengan publikasi HOTS, yang akan memperoleh keuntungan dari publikasi HOTS.

Selain itu, para analis juga memperoleh peningkatan reputasi dengan diwawancara oleh wartawan. Seluruh manfaat yang dia dapatkan dari publikasi HOTS itu akan dipertimbangkan dengan biaya membuat rekomendasi.

Beneish menyebutkan bahwa membeli seluruh saham perusahaan dengan didahului oleh rekomendasi beli (jual) akan memberikan *abnormal return* selama tiga hari kepada para analis sebesar 1,91 persen. Strategi membeli dan menjual saham juga memberikan *abnormal return* selama tiga hari sebesar 5,2 persen dan sudah menutup ongkos-ongkos transaksi dua arah itu.

Jika memang analis bisa memiliki kapasitas mencukupi, maka dia dapat memilih publikasi HOTS yang akan memberikan dampak terbesar. Oleh karena itu, dengan menginvestasikan dananya pada 5 persen-10 persen rekomendasi yang diberikannya kepada HOTS (baik rekomendasi beli atau jual), analis dapat memperoleh *abnormal return* selama tiga hari sebesar 10,2 persen dan 8,5 persen. Jika analis dapat bertransaksi atau menjadi *trader*, mereka akan mendapatkan insentif untuk melepas informasi pada HOTS lebih dahulu sebagai usaha untuk memberikan kepuasan kliennya. [5]

[5] Sejak sebagian besar perusahaan perantara (brokerage) dan bank investasi menetapkan batasan yang tegas dalam melarang karyawannya bertransaksi, muncul aturan bahwa dalam 48 jam setelah perubahan rekomendasi, tidak ada satu pun analis yang diperbolehkan masuk pasar atau menjadi trader atas dasar informasi yang berubah tersebut (Beneish, 1991).

Ada tiga kemungkinan yang dapat menginterpretasikan terjadinya kebocoran informasi pada t_{-2} dan t_{-1} dibandingkan dengan hari publikasi dilakukan. *Pertama*, atas dasar kebijakan perusahaannya, analis memperoleh insentif untuk menginformasikan saham apa yang harus dimiliki kepada koleganya.

Kedua, *The Wall Street Journal* meminta wartawannya memperkuat rumor dengan menghubungi analis surat berharga lain atau para *trader*. *The Wall Street Journal* mempercayai bahwa analis yang tidak mengungkapkan rumor tidak akan sadar atas rumor yang dijadikan dasar wawancaranya. (Beneish, 1991).

Di bawah interpretasi ini, para analis yang tidak terikat oleh aturan 48 jam (karena tidak mengeluarkan perubahan rekomendasi) akan memperoleh insentif pada investigasi lanjutan atas rumor yang diperoleh. Setelah itu, sangat terbuka kemungkinan bagi analis ini untuk masuk pasar atas dasar informasi yang sama.

Ketiga, wartawan *The Wall Street Journal* akan bertransaksi menjadi *trader* atau secara sukarela membocorkan informasi yang dia peroleh. Inilah yang terjadi dalam kasus Winans (redaktur HOTS) yang membocorkan informasi kepada seorang broker dari perusahaan perantara transaksi Kidder Peabody, yakni P Brant (Beneish, 1991).

Dalam penyelidikan SEC terungkap bahwa Winans membocorkan isi 27 rubrik HOTS kepada Brant mulai Oktober 1983 hingga Maret 1984. Keduanya dinyatakan bersalah oleh majelis hakim Pengadilan Negeri di Amerika Serikat pada 24 Juni 1985, diperkuat oleh Pengadilan Banding pada 27 Mei 1986, dan Mahkamah Agung Amerika Serikat pada 16 November 1987.[6]

Hakim Pengadilan Negeri, J Steward memutuskan bahwa informasi yang diberikan Winans secara ilegal (dikategorikan pencurian informasi) dari *The Wall Street Journal* memiliki sifat sensitif, baik dilihat dari segi waktu, isi, dan jangka waktu jatuh temponya. Steward juga menemukan bahwa kolom HOTS memberikan berdampak pada kesulitan pasar. Jadi secara hukum pun dapat ditarik kesimpulan bahwa rekomendasi analis yang dipublikasikan melalui HOTS memang berdampak terhadap harga pasar.

Penelitian di Dalam Negeri

Penelitian Irwan Landung Cahyono

Irwan Landung Cahyono membuat penelitian tentang pengaruh tindakan merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi. Penelitian yang dilakukan pada 2006 ini menggunakan *event study* (studi peristiwa) pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2001-2005.

Penelitian ini dimaksudkan untuk melihat dampak atau pengaruh tindakan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi terhadap *abnormal return* saham. Konsep yang diterapkan dalam penelitian ini adalah metodologi *event study* dan *efficient market hypothesis*. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan publik yang sahamnya tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang melakukan kegiatan merger dan akuisisi dalam periode waktu tahun 2001 hingga 2005.

Berdasarkan rnetodologi *event study*, data-data yang diperlukan meliputi: tanggal kejadian, data IHSI masing-masing saham sampel, dan data IHSG. Tanggal kejadian yang

[6] Artikel yang telah dibocorkan Winans adalah transaksi yang berkaitan dengan surat berharga dari beberapa perusahaan seperti Perusahaan penyedia alat bedah Amerika Serikat, Investor Institusi, Schlumberger Ltd, TIE/ Communications, dan Chicago-Milwaukee. SEC memperkirakan bahwa laba bersih akibat transaksi ini adalah sekitar 690.000 dollar AS (Beneish, 1991).

diamati sebagai titik acuan dalam penelitian ini adalah *Pertama*, tanggal pengumuman pertama atas rencana merger dan akuisisi yang akan dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi dan *Kedua*, tanggal efektifnya merger dan akuisisi.

Untuk menguji dampak dua kejadian tersebut terhadap imbal hasil (*return*) saham perusahaan pengakuisisi, dilakukan beberapa uji signifikansi. Pengujian tersebut didasarkan pada tiga hipotesis. *Pertama*, pengumuman dan efektifnya tindakan merger dan akuisisi memberikan *abnormal return* bagi pemegang saham. *Kedua*, pengumuman serta efektifnya tindakan merger dan akuisisi memberikan *cumulative abnormal return* bagi pemegang saham. *Ketiga*, terdapat *abnormal return* sesudah pengumuman ataupun efektifnya. tindakan merger dan akuisisi lebih besar daripada *abnormal return* sebelum pengumuman ataupun efektifnya merger dan akuisisi.

Dengan menggunakan level signifikansi lima persen, hasil uji menunjukkan bahwa di sekitar tanggal pengumuman dalam periode [-10, 10] tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Hal ini berarti, hipotesis bahwa pengumuman dan efektifnya tindakan merger dan akuisisi memberikan *abnormal return* bagi pemegang saham tidak dapat ditolak.

Hasil serupa juga terjadi pada hipotesis kedua. Hipotesis bahwa pengumuman tindakan merger dan akuisisi memberikan *cummulative abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman bagi pemegang saham tidak dapat dipenuhi secara statistik. Kesimpulan ini diperoleh dengan level signifikansi lima persen. Hasil pengujian juga memberikan kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman tindakan merger dan akuisisi pada level signifikansi lima persen.

Secara keseluruhan, penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa tindakan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi tidak memberikan sinergi dan value bagi pemegang sahamnya. Ini berarti bahwa dalam periode yang pendek, harapan investor untuk memperoleh *abnormal return* dari suatu kegiatan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi tidak dapat dipenuhi. Bagi perusahaan pengakuisisi, disarankan untuk melakukan merger dan akuisisi tidak hanya sekedar dilandasi untuk memberikan peningkatan *abnormal return* bagi pemegang sahamnya.

Sebaiknya, merger dan akuisisi lebih diarahkan pada motif-motif lain. Perlu dicatat bahwa kesimpulan tersebut diperoleh melalui analisis dengan periode yang pendek, menggunakan sampel saham yang kurang aktif diperdagangkan, dan mengabaikan faktor *comfounding effect*, serta menggunakan data dari bursa dengan efisiensi pasar yang mungkin masih rendah. Oleh karenanya, pada penelitian selanjutnya, hal-hal tersebut perlu menjadi perhatian.

Penelitian Tjiptowati Endang Irianti

Penelitian lainnya dilakukan oleh Tjiptowati Endang Irianti pada tahun 2008 dengan judul Pengaruh Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi Terhadap Harga dan Return Saham. Tjiptowati menunjukkan, informasi akuntansi digunakan oleh pengguna potensial, khususnya para investor untuk membuat keputusan ekonomi yang perlu.

Laba dan arus kas dimanfaatkan untuk mengukur kesuksesan manajemen suatu perusahaan. Laba bermanfaat untuk mengukur kinerja perusahaan, sedangkan informasi arus kas menjadi kunci dalam mengukur likuiditas perusahaan.

Data akuntansi memang tidak menjadi alat ukur satu-satunya untuk menganalisis kondisi fundamental emiten dalam menentukan keputusan perdagangan di pasar modal. Akan tetapi, informasi akuntansi ini dibutuhkan dalam membuat keputusan di pasar modal.

Atas dasar itulah, Tjiptowati menyusun penelitian ini untuk menguji pengaruh total arus kas, komponen arus kas, dan laba akuntansi dengan harga atau return (tingkat pengembalian) saham, sebagai variabel bebas. Tjiptowati menggunakan 29 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*.

Adapun data dari laporan keuangan yang menjadi rujukannya adalah laporkan keuangan yang telah diaudit pada tahun 2005 dan 2006. Sementara, metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotetis adalah regresi linier berganda dengan memakai dua model, yakni model *levels* dan model *return*.

Hasil statistik dari studi ini menunjukkan, laba akuntansi, arus kas total dan komponen arus kas berpengaruh signifikan dengan harga saham dalam model levels. Namun, sebaliknya, semua variabel bebas (total arus kas , komponen arus kas, dan laba akuntansi) tidak berpengaruh signifikan dengan *return* saham dalam model *return* kecuali arus kas operasi.

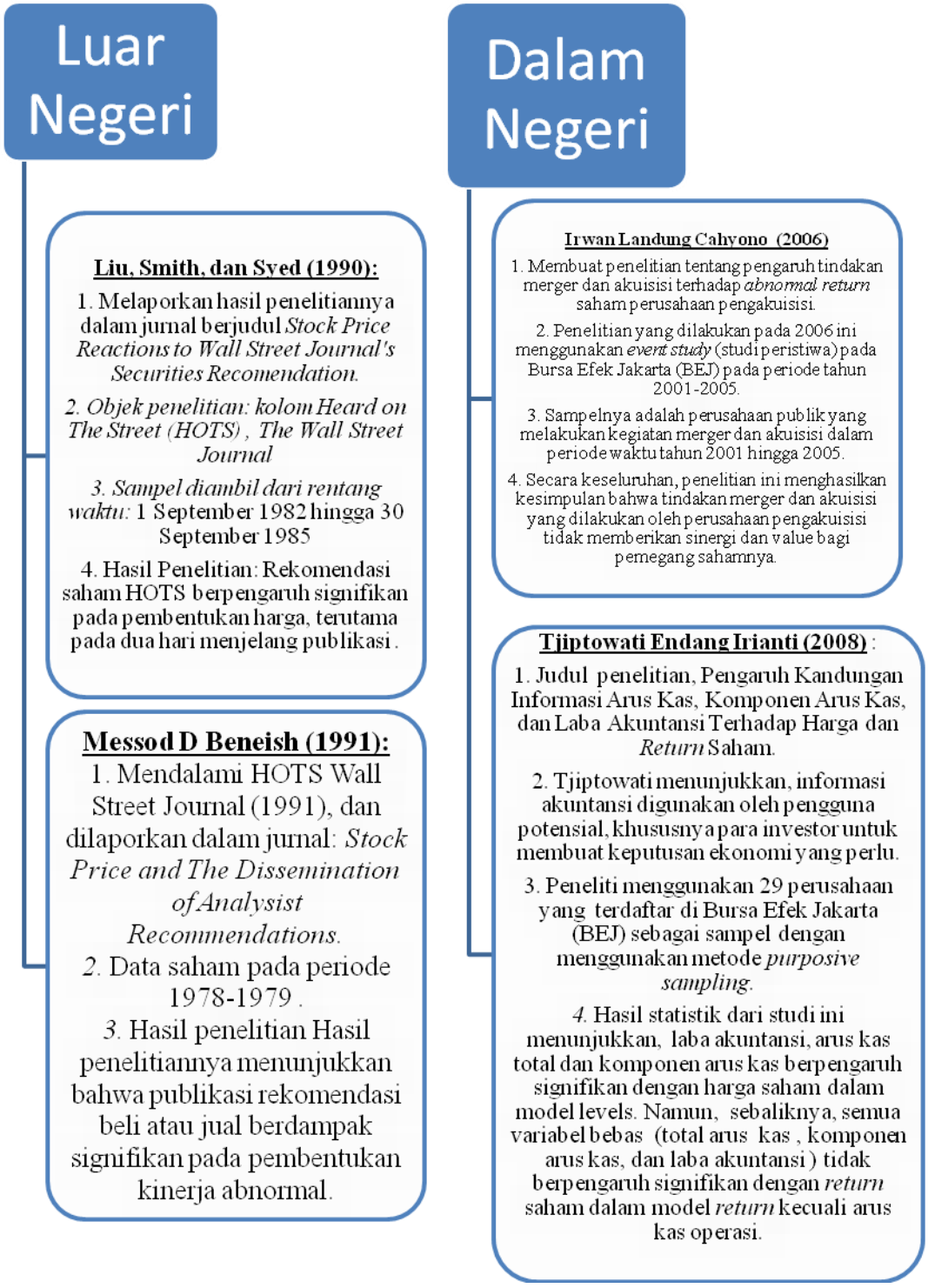
Atas paparan tersebut gambaran singkat tentang penelitian yang dilakukan oleh keempat peneliti itu dapat diilustrasikan dalam Gambar 3.

Metodologi Penelitian

Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari Rubrik REKOMENDASI yang dipublikasikan harian *Kontan* setiap hari, dari mulai Senin hingga Jumat. Topik yang diungkapkan dalam rubrik ini mencakup isu makroekonomi, industri, dan mengerucut ke kondisi perusahaan atau kelompok perusahaan. Kolom REKOMENDASI ini didesain sesuai namanya, yakni memberikan rekomendasi kepada pembaca *Kontan* tentang perkembangan pasar modal yang dapat menimbulkan dampak pada harga saham secara individu atau kelompok saham.

Di dalam kolom REKOMENDASI ini dipresentasikan pendapat satu atau lebih dari satu analis, biasanya maksimal tiga analis, terkait dengan surat berharga satu emiten atau beberapa emiten sekaligus. Dalam beberapa kasus, para analis merevisi rekomendasi mereka atas satu saham, namun pada umumnya, para analis memberikan pendapatnya tentang harga saham yang pantas dengan mempertimbangkan beragam alasan, mulai dari kondisi ekspektasi laba perusahaan, situasi industri, hingga perkembangan ekonomi makro.



Gambar 3: Penelitian-penelitian Sebelumnya

Sumber: Liu, Smith, dan Syed (1990); Beneish (1991); Cahyono (2006); dan Irianti (2008)

Atas dasar penilaian itulah, para analis diminta untuk memberikan pendapat tentang sikap yang pantas bagi calon investor atau pelaku pasar modal. Pendapat mereka dihimpun dalam

empat rekomendasi, yakni Beli, Jual, Tahan, atau Netral. Mereka juga diminta untuk memberikan perkiraan harga saham yang memungkinkan tercapai dengan mempertimbangkan alasan-alasan yang sama.

Rubrik REKOMENDASI ditempatkan di halaman 1 harian *Kontan*, sebagai etalase atau pembuka bagi pembaca yang tertarik pada perkembangan harga saham tertentu. Rubrik ini hanya diberi tempat sangat sedikit di halaman 1 sehingga analisa para analis tidak diungkapkan secara detail di halaman muka itu. Analisa yang mendetail ada pada halaman Investasi, yakni 4 dan 5 di edisi *Kontan* yang sama. Pada halaman Investasi inilah muncul alasan-alasan ilmiah yang diungkapkan para analis untuk mendukung argumentasi rekomendasi mereka.

Setiap hari senin, *Kontan* selalu menampilkan rekomendasi untuk sekelompok saham yang dihimpun dalam beragam kesamaan, bisa kesamaan dalam hal industri atau kesamaan dalam hal kapitalisasi pasar. Jumlah saham yang direkomendasikan pada hari senin adalah empat saham. Adapun untuk hari selasa hingga jumat hanya ada satu saham yang dianalisa dalam rubrik Rekomendasi.

Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah berasal dari rubrik REKOMENDASI pada periode 23 Juni 2008 hingga 28 Juni 2010. Itu artinya ada sekitar 538 artikel rekomendasi yang telah diterbitkan. Ini merupakan data populasi yang digunakan dalam penelitian ini.

Sebagai sampelnya, peneliti mengambil lima artikel REKOMENDASI pada setiap bulannya. Dengan demikian diperoleh sampel sebanyak 120 sampel. Sampel ditentukan secara random. Empat sampel setiap bulannya akan diambil masing-masing dari setiap minggunya dengan hari-hari yang berlainan.

Pengambilan sampel seperti ini didasarkan atas penelitian yang sudah dilakukan, yakni penelitian reaksi harga saham terhadap rubrik *Heard on the Street* (HOTS) pada koran *The Wall Street Journal*. Adapun metode yang dipakai dalam penelitian ini didasarkan atas langkah yang dilakukan kelompok peneliti Liu, Smith, dan Syed (1990) yang juga mengukur dampak kolom rekomendasi HOTS terhadap harga saham. Mereka menggunakan metode *Event Study* dengan menekankan pada *abnormal return*. *Abnormal return* tersebut dapat diperhitungkan dengan pendekatan:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt}) \qquad \textbf{(6)}$$

Dimana,

AR_{jt}adalah *Abnormal Return* untuk saham *j* pada hari ke-*t*,

R_{jt} merupakan *Return* untuk saham *j* pada hari *t*.

$\boldsymbol{\alpha_j}$ dan β_j adalah koefisian regresi.

R_{mt} yakni rata-rata tertimbang *Return* yang diperhitungkan oleh otoritas bursa, dalam hal ini memperhatikan pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Atas dasar persamaan ini, peneliti berniat menjawab hipotesa sebagai berikut:

$\boldsymbol{H_1}$**:** *Ada pengaruh antara rekomendasi harga yang disampaikan analis dalam rubrik REKOMENDASI Kontan dengan harga yang terbentuk di pasar pada hari yang sama dengan terbitnya REKOMENDASI tersebut*

$\boldsymbol{H_2}$**:** *Ada pengaruh pergerakan harga dengan return saham terhadap abnormal return saham yang terbentuk di pasar modal*

Model

Dengan mendasarkan pada pilihan model yang diambil Irianti (setelah mengacu pada penelitian Triyono dan Jogiyanto, 2000). Model yang digunakan peneliti dalam penelitian ini adalah *model levels* dan *model return*.

Dimana, untuk model *levels* adalah sebagai berikut:

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \epsilon_t \quad \textbf{(7)}$$

Adapun model *return* adalah sebagai berikut:

$$R_t = \alpha + \beta X_t / P_{(t-1)} + \epsilon_t \quad \textbf{(8)}$$

Dalam hal ini,

P_t adalah harga saham pada periode *t*.

R_t adalah *abnormal return* saham pada periode *t*,

X merupakan informasi atau data yang diperoleh dari rubrik REKOMENDASI harian *Kontan*. Untuk model *levels*, variabel *X* merupakan kisaran harga yang direkomendasikan oleh para analis pada satu saham. Adapun, untuk model *return*, variabel *X* adalah *return* pada saham yang diamati, yakni $P_t - P_{t-1}$.

Model analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi model linier dengan pendekatan *levels* dan *return*. Ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh rekomendasi harga yang disampaikan para analis pada rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* terhadap harga dan *return* saham.

Oleh karena itu, model *levels* yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 (H_1) adalah model sebagai berikut:

$$Y_{1,i,t} = \alpha + \beta X_{1,i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \textbf{(9)}$$

Dimana :

$Y_{1,i,t}$ = Rata-rata harga saham *i* pada periode pengamatan *t*

$X_{1,i,t}$ = Rata-rata harga saham *i* yang direkomendasikan analis pada rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* pada periode *t*

α = Koefisien konstanta

β = Koefisien variabel independen

$\varepsilon_{i,t}$ = Variabel gangguan saham *i* periode *t*

Adapun model *return* yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y_{2i,t} = \alpha + \beta X_{2i,t} + X_{1i,t} + e_{i,t} \quad \textbf{(10)}$$

Dimana :

$Y_{2i,t}$ = *Abnormal return* saham *i* periode *t*

$X_{2i,t}$ = *Return* Saham Individual yang Direkomendasikan *Kontan*

$X_{1i,t}$ = Harga Saham yang Direkomendasikan oleh Analis dalam Rubrik REKOMENDASI pada harian *Kontan*

α = Koefisien konstanta

β = Koefisien variabel independen

$\varepsilon_{i,t}$ = Variabel gangguan saham *i* pada periode *t*

Catatan:

Abnormal return merupakan kelebihan atau selisih dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return ekspektasi* (*return* yang diharapkan investor). Dengan demikian, rumus *abnormal return* yang umum dikenal adalah sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad \textbf{(11)}$$

Dimana

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham *i* pada periode peristiwa ke-*t*

$R_{i,t}$ = *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*

$E(R_{i,t})$ = *Return* ekspektasi sekuritas *i* untuk periode peristiwa ke-*t*

Adapun yang dimaksud dengan *Return*, sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Pada penelitian ini, *return ekspektasi* mengacu pada penelitian yang dilakukan Irianti (setelah mengacu pada penelitian Triyono dan Jogiyanto, 2000) yang didasarkan pada *return* pasar atau IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) di Bursa Efek Indonesia (BEI).

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Umum

Dengan menggunakan metodologi yang telah dipaparkan di Bab 3, dapat diuraikan hasil analisa data yang mengarah ke keberadaan *abnormal return* di sekitar hari penerbitan rekomendasi yang dipublikasikan harian *Kontan*. Untuk 226 sampel yang diambil dari rekomendasi para analis yang dipublikasikan harian *Kontan* menunjukkan ada empat kondisi yang terhimpun.

Tabel 2: Distribusi *Abnormal Return*

Waktu/ Keterangan	*Abnormal Return*	
	Positif	**Negatif**
T_{-2}	119	107
T_{-1}	103	123
T_0	115	111
T_{+1}	109	117
T_{+2}	109	117
T_{+3}	107	119
T_{+4}	111	115
Rata-rata T_{-2} hingga T_{+4}	103	123
Rata-rata T_{-2} hingga T_{-1}	111	115
Rata-rata T_0	116	110
Rata-rata T_{+1} hingga T_{+4}	111	115

Sumber: Data Diolah dari Hasil Penelitian

Tabel 2 menunjukkan frekuensi munculnya *abnormal return* selama masa observasi.[7] Dari 226 sampel rekomendasi saham yang diambil, peneliti membagi ke dalam tujuh koridor waktu, yakni mulai dari T_{-2}, yang berarti dua hari sebelum penerbitan rekomendasi analis di *Kontan*, hingga T_{+4} atau empat hari setelah hari penerbitan rekomendasinya.

Peneliti melakukan penyisiran sederhana yang dilakukan dengan membagi dua kondisi untuk setiap hari atau periodenya, yakni *abnormal return* yang bernilai negatif dan positif. *Abnormal return* yang bernilai negatif berarti terjadi penurunan *return* pada masa observasi tersebut, dan ini menunjukkan rekomendasi analis di *Kontan* tidak mendorong pelaku pasar untuk membeli saham seperti yang direkomendasikan. Adapun *abnormal return* yang positif menunjukkan adanya kenaikan *return* pada masa observasi, dan mengindikasikan bahwa rekomendasi analis di rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* menjadi salah satu faktor pendorong pelaku pasar modal untuk membeli saham yang direkomendasikan.

Atas dasar itu, dari pengamatan sederhana seperti yang ditampilkan dalam Tabel 2 dapat dipaparkan bahwa terjadi lonjakan *abnormal return* sejak dua hari sebelum hari penerbitan rekomendasi Kontan (T_{-2}). Ini ditunjukkan dari 226 sampel, sebagian besar observasi (119 observasi) memiliki nilai *abnormal return* positif, dan hanya 107 observasi yang negatif.

Kemudian, *abnormal return* itu menurun sehari menjelang hari penerbitan (T_{-1}), namun kembali melonjak pada hari penerbitan rekomendasi *Kontan* dengan 115 observasi yang memiliki nilai *abnormal return* positif. Lalu, sejak sehari setelah hari pemublikasian rekomendasi *Kontan* hingga hari keempatnya, jumlah observasi dengan *abnormal return* positif terus menurun dibawah jumlah *abnormal return* positif, yakni antara 107-111.

Hasil yang cukup menarik adalah hasil observasi T_{-2} dan T_0, dimana nilai *abnormal return* yang positif lebih banyak terjadi pada T_{-2}. Ini sejalan dengan perencanaan yang dibuat oleh jajaran Redaksi *Kontan*. Menurut Pemimpin Redaksi harian *Kontan* Ardian Taufik Gesuri (2011, Juni), keputusan pemilihan emiten yang akan dipilih untuk kolom REKOMENDASI *Kontan* ditetapkan oleh sebuah unit yang disebut Kompartemen Investasi.

Kompartemen Investasi ini biasanya memutuskan emiten yang akan dikejar keesokan harinya pada saat proses penulisan harian *Kontan* edisi besok selesai disusun. Sebagai gambaran, untuk menentukan emiten yang akan dianalisis dan dimuat dalam kolom REKOMENDASI *Kontan* tanggal 20 Desember 2011, akan ditentukan pada tanggal 18 Desember 2011. Lalu, jurnalis dari *Kompartemen Investasi* akan menanyai analis untuk memutuskan rekomendasi atau emiten yang dipilih itu pada 19 Desember 2011, keesokan harinya. Lalu, hasil liputan dengan analis itu akan ditulis pada 19 Desember 2011 sore hingga malam hari, sehingga rekomendasi finalnya akan dinikmati pembaca pada 20 Desember 2011 pagi.

Sebelum diterbitkan pada 20 Desember 2011, pada 19 Desember 2011 pukul 12.00 siang, kepala *Kompartemen Investasi* akan melaporkan rencana pemublikasian itu pada Rapat Redaksi *Kontan*. Rapat Redaksi ini tergolong sangat awal di industri media massa cetak. Bisa dibandingkan dengan harian *Kompas*, misalnya, yang menggelar Rapat Redaksi lengkap setiap pukul 16.00 setiap harinya.

Karena pelaporan itu sangat dini, seringkali pada saat Rapat Redaksi *Kontan* digelar, reporter yang ditugasi mewawancarai analis belum tuntas melaksanakan tugasnya. Sebab, bisa

[7] Dalam jurnal yang ditulis bersama oleh Liu, Smith, dan Syed (1990) diungkapkan rekomendasi saham yang disampaikan oleh kolom HOTS pada *The Wall Street Journal* mengindikasikan dampak terhadap harga saham pada hari publikasi HOTS. Bahkan, dampaknya masih terasa hingga hari kedua setelah rekomendasi HOTS dipublikasikan, meskipun kecil pengaruhnya. Kondisi harga saham pada hari publikasi dan sehari kemudian ditandai oleh abnormal return yang juga berasosiasi dengan volume perdagangan yang lebih tinggi.

jadi, analis yang "dikejarnya" sedang sibuk, sulit ditelepon, atau ada halangan, sehingga harus mencari analis lain.

Masalahnya, menurut Ardian, mencari analis yang bersedia atau menguasai isu-isu terkait emiten yang direncanakan *Kontan* itu tidak mudah. Dengan beragam hambatan itu, Ardian memutuskan untuk menerapkan metode desentralisasi pengambilan keputusan dan perencanaan khusus pada *Kompartemen Investasi* ini.

"Artinya untuk emiten (yang harus diwawancarai) esok hari, Kompartemen Investasi berkumpul satu dua orang untuk memutuskan. Jadi akan terbit lusa. Kami mengandalkan pembahasan yang mendalam soal emiten yang dipilih untuk rubrik REKOMENDASI di pembahasan internal *Kompartemen Investasi*," ujar Ardian.

Pemimpin redaksi menyerahkan pada *Kompartemen Investasi* untuk merancang rubrik REKOMENDASI dengan empat kriteria. *Pertama*, harus emiten yang memiliki kapitalisasi pasar yang besar dan sahamnya banyak beredar di pasar modal. *Kedua*, aksi korporasinya signifikan. *Ketiga*, investornya banyak. *Empat*, memiliki keunikan, sehingga sering terjadi emiten yang dipilih tidak memenuhi syarat pada tiga ukuran (kapitalisasi pasar besar, aksi korporasinya signifikan, dan investornya banyak), namun karena unik tetap dipilih untuk dianalisa dalam rubrik REKOMENDASI.

Dengan mekanisme ini, biasanya dalam Rapat Redaksi siang itu hanya akan membahas isu-isu yang menjadi *deadline* saja, atau isu-isu yang memang sedang menjadi topik utama *Kontan*. Sementara rubrik REKOMENDASI harus sudah matang sebelum Rapat Redaksi itu digelar.

Atas dasar itu, pekerjaan *Kompartemen Investasi* ini cukup berat, sebab pada halaman investasi, mereka juga harus menentukan paparan analisa fundamental dan teknikal dari suatu saham. Itu dikerjakan oleh seorang redaktur dan tujuh reporter. Mereka membagi-bagikan tugasnya untuk sekitar empat halaman di Harian *Kontan*.

Redaktur *Kompartemen Investasi* itu merupakan salah satu dari lima redaktur di redaksi harian *Kontan*, yakni redaktur Keuangan, Bisnis, Nasional Ekonomi Makro, Peluang Usaha, dan Kompartemen Investasi. Kompartemen Investasi paling banyak anggotanya karena *Kontan* memang ingin menonjolkan rubrik *Investasi* sebagai kekuatannya. Bahkan dalam perencanaan bisnisnya, bobot investasi adalah yang tertinggi.

Meski demikian, kasus lonjakan *abnormal return* sebelum hari penerbitan kolom REKOMENDASI pernah terjadi di *The Wall Street Journal* (WSJ). Mereka juga menugaskan wartawan untuk membuat rekomendasi pada kolom *"Heard on The Street"* (HOTS). Mereka adalah wartawan yang kesehariannya meliput isu-isu di industri tertentu dan merupakan spesialis bagi isu-isu di industri tersebut. Mereka akan mendeteksi, memverifikasi, dan mempublikasikan beragam informasi dari industri yang digelutinya (WSJ, 1984).

Ini menimbulkan kontroversi karena dengan sendirinya para wartawan ini terlibat langsung dan menangkap terlebih dahulu beragam rumor terkait industri yang dipegangnya. Rumor dapat diperolehnya langsung dari para pelaku pasar modal. Hal itu akan bermuara pada sebuah pertanyaan tentang rencana *The Wall Street Journal* dalam memublikasikan rekomendasi yang disampaikan oleh pelaku pasar itu.

Posisi wartawan seperti itu rentan penyalahgunaan. Skandal terkait HOTS pernah muncul pada 29 Maret 1984, ketika salah seorang Redaktur pengasuh HOTS, R Foster Winans membocorkan informasi lebih dulu terkait waktu dan isi kolom HOTS yang akan datang. Penerima informasi itu adalah empat orang broker (perantara) saham. Winans dan keempat broker itu bersepakat untuk membagi hasil keuntungan yang ilegal dari kebocoran informasi tersebut.

Atas dasar itu, kebebasan yang diberikan kepada Kompartemen Investasi pada harian *Kontan* tidak menutup kemungkinan terjadinya kebocoran informasi rencana penerbitan rekomendasi analis pada dua hari sebelum hari penerbitannya. Ini sesuai dengan hasil penelitian Beneish (1991) yang menyatakan bahwa analis memiliki insentif untuk memberitahukan rekomendasi sahamnya kepada klien mereka, setidaknya ketika redaktur atau jurnalis dari Kompartemen Investasi harian *Kontan* memberitahukan rencana emiten yang akan dipublikasikan pada rubrik REKOMENDASI. [8]

Tabel 3
Kaitan Rekomendasi Analis dengan *Abnormal Return*

Rekomendasi Analis & *Abnormal Return* (*AR*)	**Keterangan Waktu**							**Rata-rata Rekomendasi**	**%**
	T_{-2}	T_{-1}	T_0	T_{+1}	T_{+2}	T_{+3}	T_{+4}		
Beli & *AR*-	103	103	87	104	97	105	105	100,57	44,50
Beli & *AR*+	82	82	98	81	88	80	80	84,43	37,36
Jual-Tahan & *AR* -	2	1	3	2	2	0	2	1,71	0,76
Jual-Tahan & *AR* +	1	2	0	1	1	3	1	1,29	0,57
Tahan & *AR*+	18	14	11	12	14	8	13	12,86	5,69
Tahan & *AR*-	8	12	15	14	12	18	13	13,143	5,82
Jual & *AR*+	9	6	5	4	4	6	7	5,86	2,59
Jual & *AR*-	3	6	7	8	8	6	5	6,14	2,72
Total	**226**	**226**	**226**	**226**	**226**	**226**	**226**	**226**	**100**

Sumber: Diolah dari hasil observasi

Tabel **3** menunjukan tipe rekomendasi yang diberikan para analis dalam rubrik REKOMENDASI harian *Kontan*. Rekomendasi yang paling banyak diberikan para analis adalah rekomendasi *beli* yakni sebanyak 185 rekomendasi atau 81,86 persen dari seluruh sampel yang diambil, yakni 226 rekomendasi. Kemudian rekomendasi *jual* sebanyak 15 rekomendasi atau 6,64 persen dari seluruh sampel; dan sisanya merupakan rekomendasi *tahan* yang mencapai 26 rekomendasi atau 11,51 persen dari total sampel. Tingginya frekuensi rekomendasi *beli*

[8] Beneish (1991) dalam jurnal "Stock Prices and the Dissemination of Analysts' Recommendation" mengutip hasil penelitian yang dilakukan oleh Davies dan Canes (1978) atau dikenal sebagai LC. LC meneliti rekomendasi HOTS dalam *The Wall Street Journal* untuk periode 1970-1971. LC mempertimbangkan bahwa informasi yang disajikan dalam rubrik HOTS merupakan hasil penyebaran tahap kedua. Itu disebabkan sebelum HOTS diterbitkan, LC mengasumsikan para analis sudah memberikan informasi tentang saham yang akan mereka rekomendasikan kepada HOTS sebelum HOTS dipublikasikan. Atas dasar itu, LC menyatakan, "Untuk alasan yang jelas, para analis akan secara hati-hati memastikan klien mereka mendapatkan rekomendasi yang dia peroleh sebelum diberikan kepada HOTS. Namun, Beneish memberikan penjelasan alternatif tentang reaksi harga saham yang signifikan terhadap informasi analis yang dilaporkan dalam rubrik HOTS itu. Bukti-bukti mengindikasikan, *pertama*, harga saham sudah disesuaikan atau diubah sebelum dipublikasikan. *Kedua*, analis memiliki insentif untuk melepaskan informasi kepada *The Wall Street Journal* sebelum menyebarluaskan kepada kliennya. Insentif itu berupa reputasi analis yang bisa dibangun melalui media massa.

dibandingkan rekomendasi *jual* atau *tahan* menunjukkan sikap *Kontan* yang konservatif dalam melaporkan informasi yang negatif terhadap pembaca.

Ini sejalan dengan temuan Beneish (1991). Beneish menemukan dari 404 sampel yang diambilnya, sebanyak 70,5 persen merupakan rekomendasi beli pada kolom HOTS di *The Wall Street Journal*. Atas kondisi itu, Beneish menyimpulkan bahwa pemilihan rekomendasi yang dipublikasikan dalam HOTS tidak terlepas dari sikap *The Wall Street Journal* yang relatif konservatif.

Isi Tabel 3 Itu mengindikasikan bahwa publikasi rekomendasi *beli*, *jual*, atau *tahan* saham berhubungan dengan positif atau negatif kinerja *abnormal return*. Indikasi ini begitu kuat pada saat rekomendasi saham *Kontan* dipublikasikan. Itu ditunjukkan dengan rekomendasi beli pada hari publikasi rekomendasi saham di *Kontan* yang diikuti oleh *abnormal return* bernilai positif memuncak pada T_0, atau dihari publikasi rekomendasi saham *Kontan*.

Hal tersebut menunjukkan bahwa usul analis dalam kolom REKOMENDASI *Kontan* untuk mendorong pelaku pasar modal membeli saham yang dipublikasikan telah memberikan tambahan nilai atau keuntungan bagi pemilik saham atau pelaku pasar modal yang memegang emiten tersebut. Ini memungkinkan karena dengan pembelian yang meningkat, harga saham yang dipublikasikan meningkat. Jika kepemilikan saham tersebut dilepas pada saat harganya naik pada hari publikasi saham (T_0), maka pemiliknya akan mendapatkan selisih harga positif.

Setelah T_0, frekuensi rekomendasi *beli* yang diikuti *abnormal return* positif semakin menurun. Ini terlihat dari frekuensi *abnormal return* positif yang turun dari 98 observasi pada T_0 ke 80 observasi pada hari ketiga dan keempat sejak hari publikasi.

Rekomendasi kedua terbanyak adalah *tahan,* yakni 26 observasi atau 11,5 persen dari total sampel. Dalam konteks rekomendasi *Kontan,* usul menahan saham artinya tidak ada yang perlu dilakukan oleh investor, baik *beli* atau *jual*. Meski demikian, rekomendasi *tahan* ini tetap saja mampu menggerakkan harga saham yang dianalisis. Buktinya, rata-rata 12 rekomendasi dari 26 yang mengusulkan *tahan* diikuti oleh *abnormal return* bernilai positif, dan 13 rekomendasi lainnya diikuti oleh *abnormal return* yang bernilai negatif.

Atas dasar itu, peneliti tidak mengeliminasi rekomendasi *tahan* ini, meskipun menimbulkan ambiguitas. Hal ini disebabkan oleh karena jumlah rekomendasi *tahan*, jauh lebih besar frekuensi kemunculannya dalam rubrik REKOMENDASI harian Kontan dibandingkan rekomendasi *jual*.

Rekomendasi *jual* sendiri mencakup 12 observasi atau 5,3 persen dari total sampel yang diambil dalam penelitian ini. Rekomendasi *jual* ini lebih banyak diikuti oleh *abnormal return* negatif dibandingkan positif. Ini sejalan dengan dasar perintah menjual saham, yang menghendaki pelaku pasar modal untuk menghindari kerugian yang lebih besar. Penjualan saham juga mampu menggerakkan harga ke level yang lebih rendah. Ini bisa bermuara pada tingkat pengembalian (*return*) saham secara individu lebih rendah dibandingkan tingkat *return* pasar, dalam penelitian ini diambil IHSG di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Tabel 4
Persentase Distribusi Rekomendasi Analis yang Dikaitkan dengan *Abnormal Return*

Rekomendasi Analis & *Abnormal Return (AR)*	Keterangan Waktu						
	T_{-2}	T_{-1}	T_0	T_{+1}	T_{+2}	T_{+3}	T_{+4}
Beli & *AR-*	45,58	45,58	38,5	46,02	42,9	46,46	46,46
Beli & *AR+*	36,28	36,28	43,36	35,84	38,9	35,4	35,4
Jual-Tahan & *AR -*	0,89	0,44	1,33	0,882	0,89	0	0,89
Jual-Tahan & *AR +*	0,44	0,89	0	0,44	0,44	1,33	0,44
Tahan & *AR+*	7,97	6,19	4,87	5,31	6,2	3,54	5,75
Tahan & *AR-*	3,54	5,31	6,64	6,2	5,31	7,97	5,75
Jual & *AR+*	3,98	2,66	2,43	1,77	1,77	2,66	3,1
Jual & *AR-*	1,33	2,66	3,1	3,54	3,54	2,66	2,21
Total	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Sumber: Diolah dari hasil observasi

Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis terhadap Harga Saham

Untuk melihat pengaruh harga rata-rata yang direkomendasikan para analis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan* (X_1) terhadap harga yang terbentuk di pasar modal (Y_1) pada hari yang sama dengan penerbitan rubrik tersebut, maka digunakan analisis regresi linear sederhana. Hal ini dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak yang ada dalam program *Eviews*.

Hasil pengolahan data menggunakan *Eviews* untuk analisis regresi sederhana disajikan dalam tabel 5 di bawah ini:

Tabel 5
Analisis Regresi Sederhana
Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis (X_1) terhadap
Harga yang muncul di Pasar (Y_1)

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 12/09/11 Time: 01:25
Sample(adjusted): 1 226
Included observations: 226 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.791734	0.012830	61.70952	0.0000
C	137.2135	124.3303	1.103620	0.2709

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel di atas, diperoleh bentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut:

$$Y_1 = 137{,}214 + 0{,}792\, X_1 \qquad (12)$$

Nilai konstanta *a* memiliki arti bahwa ketika variabel harga rata-rata rekomendasi analis (X_1) bernilai nol, harga saham di pasar (Y_1) mencapai 137,214. Itu artinya, harga saham di pasar (Y_1) tidak dipengaruhi oleh harga rata-rata saham yang direkomendasi para analis (X_1).

Sedangkan koefisien regresi *b* memiliki arti bahwa jika variabel harga saham yang direkomendasikan para analis (X_1) meningkat sebesar satu satuan, maka harga saham di pasar (Y_1) akan meningkat sebesar 0,792. Koefisien regresi tersebut bernilai positif, yang artinya nilai harga saham rata-rata yang direkomendasikan analis (X_1) memberikan pengaruh positif terhadap harga saham di pasar (Y_1), artinya semakin meningkat harga saham yang direkomendasikan analis (X_1), semakin meningkat pula harga saham di pasar (Y_1).

Pengujian Hipotesis

$H_0 : \beta = 0$ Artinya, tidak terdapat pengaruh antara nilai harga saham rata-rata yang direkomendasikan para analis (X_1) terhadap harga saham di pasar (Y_1).

$H_1 : \beta \neq 0$ Artinya, terdapat pengaruh antara nilai harga saham rata-rata yang direkomendasikan para analis (X_1) terhadap harga saham di pasar (Y_1).

α = 5%

Statistik Uji :

$t_{hitung} = \dfrac{b}{Se(b)}$, derajat bebas = *n-k-1*

Kriteria Uji : 1. Terima Ho jika $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$

2. Tolak Ho jika $t_{hitung} < -t_{tabel}$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$

Hasil uji *t* berdasarkan pengolahan *Eviews* disajikan pada tabel berikut:

Tabel 6
Pengujian Hipotesis Secara Parsial (*Uji t*)
Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis (X_1) terhadap
Harga yang muncul di Pasar (Y_1)

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 12/09/11 Time: 01:25
Sample(adjusted): 1 226
Included observations: 226 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.791734	0.012830	61.70952	0.0000
C	137.2135	124.3303	1.103620	0.2709

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan perhitungan di atas, dapat diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 0.348. Adapun t_{tabel} dengan derajat bebas 223 (226-2-1) dan taraf signifikansi 5 persen, mencapai 1,9719. Karena nilai t_{hitung} (61,70952) > t_{tabel} (1,9719), maka Ho ditolak. Artinya, terdapat pengaruh antara harga rata-rata saham yang direkomendasikan para analis (X_1) terhadap harga saham yang terbentuk di pasar (Y_1).

Analisa Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui besarnya pengaruh harga saham rata-rata yang direkomendasikan para analis melalui rubrik REKOMENDASI Kontan (X_1) terhadap harga saham yang terbetuk di pasar (Y_1), peneliti menggunakan koefisien determinasi.

Tabel 7
Analisis Koefisien Determinasi
Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis (X_1)
Terhadap Harga yang muncul di Pasar (Y_1)

R-squared	**0.034256**	Mean dependent var	4148.164
Adjusted R-squared	0.029944	S.D. dependent var	6744.999
S.E. of regression	6643.244	Akaike info criterion	20.44940
Sum squared resid	9.89E+09	Schwarz criterion	20.47967
Log likelihood	-2308.782	F-statistic	7.945450
Durbin-Watson stat	2.074078	Prob(F-statistic)	0.005252

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan *Eviews* di atas, peneliti memperoleh nilai *R-square* sebesar 0,034256. Hal ini menunjukkan, kontribusi variabel harga rata-rata yang direkomendasikan analis (X_1) terhadap harga saham yang terbentuk di pasar (Y_1) adalah 3,43 persen, sedangkan sisanya sebesar 96,57 persen merupakan kontribusi variabel lain, selain variabel harga saham rata-rata yang direkomendasikan para analis di rubrik REKOMENDASI harian *Kontan*.

Temuan ini sejalan dengan jumlah pembaca koran *Kontan* plus pengakses *Kontan Online* yang relatif lebih rendah dibandingkan jumlah investor yang dikejar otoritas BEI. Rata-rata jumlah sirkulasi koran *Kontan* berdasarkan survei *Kontan* pada 13 Desember 2011 mencapai 75.938 eksemplar per hari, sedangkan investor BEI saat ini mencapai 1,1 juta (*http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2011/11/02/10522550/Kelas.Menengah.dan.Peluang.Pasar.Modal, 2 November 2011: 10.52*).

Dengan demikian, jika seluruh pelanggan koran *Kontan* diasumsikan menjadi investor di BEI pun, komposisinya masih mencakup 6,9 persen dari total investor BEI. Itu pun belum dapat digali lebih dalam, berapa banyak dari 75.938 pelanggan koran *Kontan* itu yang benar-benar investor pasar modal.

Begitu pun jika jumlah *visit* (kunjungan) di *Kontan Online* dibandingkan dengan jumlah investor di BEI. Jumlah *visit* (kunjungan) ke situs *Kontan Online* mencapai 74.953 kali per hari. Itu artinya, seluruh visit itu hanya setara 6,8 persen dari jumlah investor di BEI.

Analisa Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analis (P_1) dan *Return* Saham Harian Secara Keseluruhan (X_2) Terhadap *Abnormal Return* Saham di Pasar pada hari publikasi Rekomendasi (Y_2)

Untuk melihat pengaruh harga rata-rata yang direkomendasikan para analis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan* (P_1) dan *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2) terhadap *abnormal return* yang tercipta pada saham-saham yang direkomendasikan (Y_2) peneliti menggunakan analisis regresi linear sederhana. Hal ini dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak yang ada dalam program *Eviews*.

Hasil pengolahan data menggunakan *Eviews* untuk analisis regresi sederhana disajikan dalam Tabel 8 di bawah ini:

Tabel 8
Analisis Regresi Sederhana
Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analis (P_1) dan Variabel *Return* Saham Secara Keseluruhan (X_2) Terhadap *Abnormal Return* Pasar pada hari Rekomendasi (Y_2)

Dependent Variable: Y2
Method: Least Squares
Date: 12/10/11 Time: 12:56
Sample(adjusted): 1 226
Included observations: 226 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.281224	6.322780	-1.151586	0.2507
X2	0.644649	0.032591	19.77976	0.0000
P1	1.34E-09	1.54E-09	0.868858	0.3859

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel di atas, diperoleh bentuk persamaan regresi linier sederhana sebagai berikut :

$$Y_2 = -7{,}2812 + 1{,}34E\text{-}09P1 + 0{,}6447X_2 \qquad (13)$$

Nilai konstanta *a* memiliki arti bahwa ketika harga rata-rata yang direkomendasikan para analis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan* (P_1) dan *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2) bernilai nol, maka *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2) bernilai minus 7,2812. Adapun arti tanda minus tersebut mengindikasikan bahwa kinerja saham pun bisa menghasilkan *return* negatif, yang menunjukkan bahwa *return* saham secara individu lebih rendah dibandingkan *return* pasar pada periode tertentu.

Sedangkan koefisien regresi *b* berarti bahwa jika variabel harga saham yang direkomendasikan para analis (P_1) meningkat sebesar satu satuan, maka *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2) akan meningkat sebesar 1,34E-09. Koefisien regresi tersebut bernilai positif, yang artinya nilai harga saham rata-rata yang direkomendasikan analis (P_1) memberikan pengaruh positif terhadap *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2), artinya semakin

meningkat harga saham yang direkomendasikan analis (P_1), semakin meningkat pula *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2).

Adapun koefisien *c* pun berarti bahwa jika variabel *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2) meningkat sebesar satu satuan, maka *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2) akan meningkat sebesar 0,6447. Koefisien regresi tersebut bernilai positif, yang artinya variabel *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2) memberikan pengaruh positif terhadap *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2), artinya semakin meningkat variabel *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2), semakin meningkat pula *abnormal return* saham secara keseluruhan (Y_2).

Pengujian Hipotesis

$H_0 : \beta = 0$ Artinya, tidak terdapat pengaruh harga rata-rata yang direkomendasikan para analis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan* (P_1) dan *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2) terhadap *abnormal return* yang tercipta pada saham-saham yang direkomendasikan (Y_2).

$H_1 : \beta \neq 0$ Artinya, terdapat pengaruh harga rata-rata yang direkomendasikan para analis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan* (P_1) dan *return* saham yang ada pada periode observasi secara keseluruhan (X_2) terhadap *abnormal return* yang tercipta pada saham-saham yang direkomendasikan (Y_2).

Dimana taraf signifikansi (α) ditetapkan 5% (α = 5%)
Statistik Uji:

$t_{hitung} = \dfrac{b}{Se(b)}$, derajat bebas = *n-k-1*

Kriteria Uji : 1. Terima Ho jika $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$
2. Tolak Ho jika $t_{hitung} < -t_{tabel}$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$

Hasil *uji t* berdasarkan pengolahan *Eviews* disajikan pada tabel 9 berikut:

Tabel 9
Pengujian Hipotesis Secara Parsial (*Uji t*)
Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analis (P_1) dan Variabel *Return* Saham Secara Keseluruhan (X_2) Terhadap *Abnormal Return* Pasar pada hari Rekomendasi (Y_2)

Dependent Variable: Y2
Method: Least Squares
Date: 12/10/11 Time: 12:56
Sample(adjusted): 1 226
Included observations: 226 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.281224	6.322780	-1.151586	0.2507
X2	0.644649	0.032591	19.77976	0.0000
P1	1.34E-09	1.54E-09	0.868858	0.3859

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan perhitungan di atas, dapat diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 19,7797. Adapun t_{tabel} dengan derajat bebas 222 (226-3-1) dan taraf signifikansi 5 persen, mencapai 1,960. Karena nilai t_{hitung} (19,7797) > t_{tabel} (1,960), maka Ho ditolak. Artinya, terdapat pengaruh harga rata-rata saham yang direkomendasikan para analis (X_1) terhadap harga saham yang terbentuk di pasar (Y_1).

Analisa Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui besarnya pengaruh harga saham rata-rata yang direkomendasikan para analis melalui rubrik REKOMENDASI *Kontan* (P_1) dan *return* saham (X_2) terhadap *abnormal return* yang terbentuk di pasar modal (Y_2), peneliti menggunakan koefisien determinasi.

Tabel 10
Analisis Koefisien Determinasi
Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analis (P_1) dan Variabel *Return* Saham Secara Keseluruhan (X_2) Terhadap *Abnormal Return* Pasar pada hari Rekomendasi (Y_2)

R-squared	**0.637237**	Mean dependent var	11.36305
Adjusted R-squared	0.633984	S.D. dependent var	128.0807
S.E. of regression	77.48789	Akaike info criterion	11.55131
Sum squared resid	1338975.	Schwarz criterion	11.59671
Log likelihood	-1302.298	F-statistic	195.8636
Durbin-Watson stat	2.179284	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan *Eviews* di atas, peneliti memperoleh nilai *R-square* sebesar 0,637237. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi variabel harga rata-rata yang direkomendasikan para analis (P_1) dan variabel *return* saham secara keseluruhan selama masa observasi (X_2) terhadap *abnormal return* yang tercipta pada saham-saham yang direkomendasikan (Y_2) adalah sebesar 63,73 persen, sedangkan sisanya yang mencapai 36,27 persen merupakan kontribusi variabel lain, selain variabel harga rata-rata yang direkomendasikan para analis (P_1) dan variabel *return* saham secara keseluruhan selama masa observasi (X_2).

Analisa Berdasarkan Rekomendasi

Tahap selanjutnya, peneliti memisahkan observasi berdasarkan jenis rekomendasi yang diberikan para analis dalam rubrik REKOMENDASI harian *Kontan*. Pada dasarnya, rekomendasi saham ini memiliki tiga kemungkinan, yakni:

- Jika harga pasar saham dianggap ***lebih kecil dari nilainya*** (*undervalued*), maka saham tersebut harus ***dibeli*** atau ***ditahan*** sementara (*buy* atau *hold*) dengan tujuan memperoleh *capital gain* (peluang keuntungan) jika kemudian harganya kembali naik.

- Jika harga pasar saham sama dengan nilainya, maka saham tersebut dalam kondisi keseimbangan, sehingga jangan melakukan transaksi (*hold* atau tahan). Tidak ada keuntungan yang diperoleh dari transaksi.
- Jika harga pasar saham ***lebih besar dari nilainya*** (*overvalued*), maka saham tersebut harus ***dijual*** untuk menghindari kerugian. Karena tentu harganya kemudian akan turun untuk menyesuaikan dengan nilainya.

Meski demikian, peneliti mengatur ada empat kelompok observasi rekomendasi yang akan dibahas dalam penelitian ini, yakni sebagai berikut:

a. Rekomendasi beli
b. Rekomendasi jual
c. Rekomendasi tahan
d. Rekomendasi beli dan tahan, serta beli dan jual

Dalam memperhitungkan reaksi saham rekomendasi saham yang dipublikasikan harian *Kontan* pada rubrik REKOMENDASI, peneliti menggunakan estimasi sebagai parameter perhitungannya. Estimasi parameter atau pembanding ini ditetapkan pada periode estimasi, (T_1;T_2), yang mendahului periode *event*, (t_1;t_2).

Dimana periode *event* tersebut diindikasikan oleh *t* = 0. Adapun simbol *t* mewakili waktu terjadinya *event*. Dalam beberapa literatur, *event* tersebut dapat berupa hari atau bulan, dan bukan dalam bentuk tanggalan kalender (de Jong, 2007).

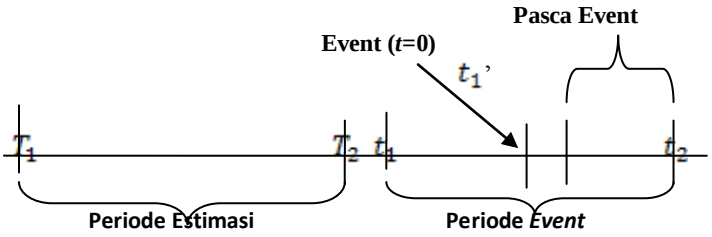
Peneliti tidak menentukan *event* sebagai peristiwa tertentu, seperti IPO (penawaran saham perdana) atau pemecahan saham (*stock split*), karena peristiwa seperti ini jarang terjadi di Indonesia. Ini dilakukan untuk menghindari rendahnya sampel yang digunakan.

Atas dasar itu, *event* ditentukan dengan mencari titik tengah periode observasi dari seluruh populasi pada penelitian ini, sehingga dapat menentukan *T* = 0 atau titik acuan pada periode estimasi. Kemudian, ditetapkan sampel observasi untuk periode estimasi yakni T_{-10} hingga T_{+10}.

Adapun untuk menentukan *t* = 0 pada Periode *Event*, peneliti mencari titik tengah waktu observasi dari sampel yang telah ditetapkan sebanyak 226 (diambil dari sekitar 679 observasi yang menjadi populasinya, yang berasal dari 538 artikel rekomendasi). Dari sampel tersebut, kemudian ditetapkan sampel observasi untuk Periode *Event*, yakni t_{-10} hingga t_{+10}.

Observasi dari sampel Periode Estimasi akan digunakan untuk mendapatkan nilai *abnormal return* kumulatif (*CAR*). Adapun, observasi dari sampel Periode *Event* akan digunakan untuk menentukan rata-rata *abnormal return* (AR). Dari kedua basis data tersebut, peneliti melakukan *T-test*.

Secara visual, garis waktu di sekeliling *event* dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 4 Periode Estimasi dan Periode *Event*

Sumber: de Jong, 2007 dan Hasil Olah Data

T-test dilakukan untuk menguji *Null Hypothesa* (Ho), dimana tidak ada kinerja saham yang abnormal. De Jong (2007: 25) mengindikasikan, jika angka yang diperoleh dari hasil olah *t-test (t-value)* menunjukkan penggelembungan atau secara signifikan lebih besar dari taraf signifikansi 5% (0,05), maka Ho ditolak. Ketika Ho ditolak dapat diidikasikan bahwa telah terjadi kinerja yang abnormal, dalam hal ini bisa saja dalam bentuk *abnormal return* atau *return* yang menurun (*AR* atau *CAR* negatif).

Rekomendasi Beli

Setelah melakukan pemilahan, diketahui dari 226 sampel yang disaring terdapat 82 observasi yang merupakan rekomendasi beli dari para analis. Kemudian, dengan mendasarkan diri pada ulasan de Jong (2007), peneliti menetapkan *Periode Event* untuk rekomendasi beli dengan pengaturan *t* = t_{-10} .....t_{+10}.

Dengan pengaturan tersebut dapat diketahui bahwa *Event Date* atau *t* untuk rekomendasi beli di rubrik REKOMENDASI *Kontan* adalah ditetapkan pada 26 Mei 2009 dan dinyatakan sebagai *t* = 0. Oleh karena itu, total observasi dalam penelitian ini mencapai 21, yakni 10 observasi sebelum *t* = 0 dan 10 observasi setelah *t* = 0.

Kemudian, hasil pengolahan data untuk rekomendasi beli terlihat dalam Tabel 11 di bawah ini:

Tabel 11
Rekomendasi Beli

Hari	*AR* Rata-rata (%)	T_{Value}	Rata-rata *AR* Kumulatif (%)	T_{Value}
t_{-2}/ T_{-2}	0,75401	0,247769	-0,2077	0,82921
t_{-1}/ T_{-1}	0,62204	0,291132	1,2871	0,69164
t_0/ T_0	3,76517	3,58713E-11	-0,7981	0,66102
t_{+1}/ T_{+1}	-0,26346	0,585847	19,7509	0,37972
t_{+2}/ T_{+2}	0,89605	0,081401	-14,4754	0,55906
t_{+3}/ T_{+3}	-1,96322	0,000127	14,8892	0,56409
t_{+4}/ T_{+4}	-0,28493	0,455836	-15,0840	0,54282

Sumber: Data diolah menggunakan *Excel*

Hasil pengolahan data menunjukkan, secara umum telah terjadi kinerja yang abnormal (*abnormal performance*) di sekitar *event* yang terdekat dengan rekomendasi beli pada harian *Kontan*. Hal tersebut ditunjukkan oleh nilai *t* (t_{Value}) yang signifikan. Sebagai contoh, t_{Value} untuk t_{+1} pada *Periode Event* yang jauh lebih tinggi dari taraf signifikansi 0,05.

Adanya kinerja yang abnormal terlihat dari besarnya t_{Value} yang lebih tinggi dari *AR* rata-ratanya, yakni 0,586 berbanding minus 0,26. Ini menunjukkan bahwa publikasi rubrik REKOMENDASI *Kontan* berdampak juga pada pergerakan harga sehari setelah publikasinya.

Abnormal return dapat digambarkan terjadi pada t_{+2}, dimana nilai *AR* rata-ratanya mencapai 0,896 persen. Sedangkan t_{Value}-nya mencapai 0,081 atau lebih tinggi dari taraf signifikansi 0,05. Ini juga mengindikasikan dampak publikasi harian *Kontan* dua hari setelah hari publikasi.

Tingginya *abnormal return* juga terjadi justru pada t_{-2} dan t_{-1}. Pada t_{-2}AR rata-rata ada di level 0,75 persen dan pada t_{-1}besar 0,62 persen. Dimana masing-masing t_{Value} terbukti cukup signifikan, yakni 0,25 dan 0,29. Ini menunjukkan bahwa ada pergerakan harga sebelum harian *Kontan* mempublikasikan hasil analisanya pada rubrik REKOMENDASI yang merekomendasikan beli saham.

Kondisi ini tidak hanya terjadi pada Periode *Event*, tetapi juga pada Periode Estimasi. Ini ditunjukkan dari angka t_{Value} pada pengolahan data sepanjang $T_2 - T_1$, yakni pada kisaran 0,38 – 0,83, jauh lebih tinggi dibandingkan dengan taraf signifikansi 0,05. t_{Value}ini mengkonfirmasi ulang besarnya nilai *CAR* di sepanjang periode $T_2 - T_1$, yang bisa mencapai 19,75 persen.

Khusus untuk rekomendasi beli pada *t* = 0 (Periode *Event*), pengolahan data mengindikasikan bahwa saran yang diungkapkan dalam rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* tidak memberikan dampak yang signifikan. Ini terlihat dari rata-rata *abnormal return* pada hari publikasi rekomendasi di harian *Kontan* yang tercatat 3,765 persen, sedangkan t_{Value}-nya jauh lebih rendah, yakni 3,58713E-11.

Rekomendasi Jual

Hal yang nyaris sama terjadi juga pada rekomendasi jual. Hal ini terlihat pada Tabel 8, dimana pada *t* = 0, t_{Value}-nya tidak signifikan (0,00498) yang menandakan Ho diterima, sehingga tidak terjadi kinerja abnormal pada harga saham dihari penerbitan rekomendasi saham harian *Kontan*. Demikian juga dengan *AR* yang tercatat minus 1,885 persen.

Meski demikian, t_{Value} yang signifikan terjadi pada $t_{-1,}$ $t_{+1,}$ dan t_{+4}, yakni masing-masing 0,77; 0,92; dan 0,55. Selain lebih tinggi dari taraf signifikansi 5%, t_{Value} ini juga lebih tinggi dari *AR* rata-ratanya. Ini mengindikasikan dampak yang signifikan rekomendasi saham yang dipublikasikan harian *Kontan* terhadap harga saham. Itu memungkinkan karena dengan t_{Value} yang besar berarti Ho ditolak, sehingga mengindikasikan adanya kinerja yang abnormal. Dalam tiga titik waktu itu kinerja yang abnormal tersebut berupa *abnormal return*.

Tabel 12
Rekomendasi Jual

Hari	*AR* Rata-rata (%)	T_{Value}	Rata-rata *AR* Kumulatif (%)	T_{Value}
$t_{-2}/\ T_{-2}$	1,49714	0,05836	0,75104	0,023432
$t_{-1}/\ T_{-1}$	0,23129	0,77627	0,15236	0,033946
$t_0/\ T_0$	-1,88543	0,00497	-1,44345	0,147137
$t_{+1}/\ T_{+1}$	0,01024	0,92318	2,95130	0,032324
$t_{+2}/\ T_{+2}$	-1,22461	0,02597	-5,21239	0,517329
$t_{+3}/\ T_{+3}$	1,37398	0,02499	7,72572	0,013913
$t_{+4}/\ T_{+4}$	-0,27103	0,54920	-7,92552	0,911385

Sumber: Data diolah menggunakan Excel

Adapun *CAR* pada rekomendasi jual menunjukan adanya lonjakan yang signifikan pada T_{+1} dan T_{+3}, masing-masing 2,95 persen dan 7,73 persen. Meski demikian, t_{Value}-nya tidak signifikan karena lebih rendah dibandingkan taraf signifikansi 5%.

Kinerja yang abnormal justru terjadi pada T_0 , T_{+2}, dan T_{+4}, yang masing-masing mencatatkan t_{Value} 0,147; 0,517; dan 0,911. Selain jauh lebih besar dari taraf signifikansi 5%, t_{Value} pada ketiga titik tersebut lebih besar dari *CAR* yang tercatat minus. Ini mengindikasikan adanya kinerja yang abnormal pada rekomendasi jual, yang juga menunjukkan dampak publikasi rekomendasi saham pada harian *Kontan* terhadap harga saham. Akan tetapi, dampaknya tersebut tidak dalam bentuk *abnormal return* positif yang menunjukkan tambahan *return* yang diterima investor, melainkan turunnya return investor pasar modal.

Rekomendasi Tahan

Pada dua rekomendasi saham sebelumnya, yakni *beli* dan *jual*, para analis merekomendasikan untuk menghimpun atau mengoleksi (*beli*) dan melepas (*jual*) saham-saham yang dimilikinya. Akan tetapi, untuk rekomendasi *tahan*, analis merekomendasikan kemungkinan untuk tetap menyimpan dan memegang saham yang telah dimilikinya hingga batas tertentu, yang biasanya ditetapkan dengan batas pergerakan harga sahamnya.

Rekomendasi *tahan* merupakan usul analis kedua terbanyak yang disampaikan melalui rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan*, yakni 170 observasi. Rekomendasi pertama terbanyak adalah rekomendasi *beli*, yakni mencapai 535 observasi, sedangkan untuk rekomendasi ketiga terbanyak adalah rekomendasi *jual*, yakni dengan 89 observasi.

Tabel 4.19 menunjukan secara khusus perhitungan t_{test} atas rekomendasi *tahan*. Pada Periode *Event* terjadi *abnormal return* pada t_{-2}, meskipun dengan t_{Value} yang rendah. Namun, pada hari-hari berikutnya, sejak t_{-1} hingga t_{+4}, t_{Value}-nya terus meningkat, meskipun *abnormal return* bernilai positif hanya terjadi pada t_{-1}. Selebihnya, terjadi kinerja yang abnormal dengan hasil *return* negatif. Ini mengindikasikan bahwa investor memberikan respon sebelum publikasi *Kontan* diterbitkan.

Sementara pada *CAR*, t_{Value}-nya menunjukan signifikansi yang merata mulai dari T_{-2} hingga T_{+4}. Nilai t_{Value} paling signifikan terjadi pada T_{-2}, T_0, T_{+2}, dan T_{+4} karena selain lebih tinggi dibandingkan taraf signifikansi 5%, juga lebih besar dibandingkan dengan *CAR*-nya.

Meski demikian, nilai *CAR* terbesar justru terjadi pada T_{-1}, T_{+1}, dan T_{+3}, masing-masing sebesar 3,4 persen; 4,5 persen; dan 5,6 persen. Pada titik waktu yang sama, nilai t_{Value}-nya cukup signifikan karena melampaui taraf signifikansi 5%. Ini mengindikasikan bahwa rekomendasi yang diberikan *Kontan* berdampak pada *abnormal return* yang terbentuk tersebut.

Tabel 13
Rekomendasi Tahan

Hari	*AR* Rata-rata (%)	T_{Value}	Rata-rata *AR* Kumulatif (%)	T_{Value}
$t_{-2}/\ T_{-2}$	4,14894	1,97094E-07	-3,4129	0,13598
$t_{-1}/\ T_{-1}$	0,70512	0,229807	3,4128	0,13928
$t_0/\ T_0$	-0,57293	0,148600	-3,4129	0,28060
$t_{+1}/\ T_{+1}$	-1,16905	0,003613	4,5240	0,14946
$t_{+2}/\ T_{+2}$	-0,31174	0,373639	-5,6229	0,29468
$t_{+3}/\ T_{+3}$	-0,69255	0,111372	5,6229	0,14571
$t_{+4}/\ T_{+4}$	-1,15895	0,009347	-1,1784	0,21289

Sumber: Data diolah menggunakan *Excel*

Rekomendasi Beli-Jual dan Beli-Tahan

Kelompok rekomendasi terakhir adalah Rekomendasi *Beli-Jual* dan *Beli-Tahan*. Dalam rubrik REKOMENDASI harian *Kontan*, kombinasi rekomendasi ini tidak diberikan sekaligus oleh satu analis. Para analis tetap diarahkan untuk memberikan rekomendasi yang tegas, apakah *beli*, *jual*, atau *tahan*. Jika pada akhirnya ada rekomendasi *beli-jual* atau *beli-tahan*, itu artinya dari tiga analis yang dimintai komentarnya pada satu kali publikasi rekomendasi, ada perbedaan pandangan atas ekspektasi harga saham yang mereka taksir. Ini memungkinkan karena *Kontan* memberikan tiga kemungkinan rekomendasi, yakni *beli*, *jual*, atau *tahan* pada setiap publikasinya.

Tabel 15 ditunjukkan bahwa tidak ada *abnormal return* yang secara signifikan terbentuk baik pada Periode *Event* maupun Periode Estimasi. Baik *AR* (pada Periode *Event*) maupun *CAR* (pada Periode Estimasi) tidak ada lonjakan *abnormal return*. *Abnormal return* tertinggi yang tercatat hanya terjadi pada T_{+2}, yaitu 3,018 persen. Selebihnya, *AR* dan *CAR* yang terbentuk ada pada kisaran minus 3,3 persen hingga 2,2 persen.

Meski demikian, pada Periode *Event* tidak terdapat t_{value} yang signifikan, karena besarannya sebagian besar lebih rendah dari taraf signifikansi 5%. Ini mengindikasikan tidak banyak terjadi perubahan harga saham pada Periode *Event*. Sementara itu, pada Periode Estimasi, t_{Value}-nya cukup signifikan di atas taraf signifikansi 5%. Ini menunjukkan masih ada dampak publikasi rekomendasi *Kontan* pada terciptanya *CAR*.

Tabel 14
Rekomendasi Beli-Jual dan Beli-Tahan

Hari	*AR* Rata-rata (%)	T_{Value}	Rata-rata *AR* Kumulatif (%)	T_{Value}
$t_{-2}/\ T_{-2}$	0,87366	0,07136	0,6400	0,345393
$t_{-1}/\ T_{-1}$	-0,54149	0,12072	-1,3100	0,272113
$t_0/\ T_0$	-1,94627	5,78017E-06	1,2225	0,338347
$t_{+1}/\ T_{+1}$	0,21493	0,72902	-1,9276	0,263996
$t_{+2}/\ T_{+2}$	0,98327	0,02817	3,0184	0,325732
$t_{+3}/\ T_{+3}$	-1,22608	0,00117	-3,3031	0,266274
$t_{+4}/\ T_{+4}$	0,24509	0,67325	2,2185	0,340547

Sumber: Data diolah menggunakan *Excel*

Kesimpulan

Sesuai dengan uraian sebelumnya maka penelitian ini memberikan kesimpulan sebagai berikut:
Terdapat dampak yang cukup signifikan antara harga rata-rata saham yang diusulkan analis (X_1) dengan harga saham yang muncul di pasar modal (Y_1), meskipun pengaruhnya kurang dari 4 persen, karena 96 persen lainnya dipengaruhi variabel lain selain harga saham yang direkomendasikan analis. Hal ini sejalan dengan jumlah pembaca koran *Kontan* plus pengakses *Kontan Online* yang masih relatif lebih rendah dibandingkan dengan jumlah investor yang akan dikejar oleh otoritas BEI. Hasil pengolahan data ini menjawab pertanyaan pertama yang diusung peneliti dalam penelitian ini.

Selain itu, penelitian ini menemukan bahwa ada hubungan dua variabel bebas secara bersamaan, yakni harga yang direkomendasikan analis (P_1) dan *return* saham yang dianalisis dalam rubrik REKOMENDASI (X_2) dengan *abnormal return* yang terbentuk pada saham tersebut di pasar modal (Y_2). Kedua variabel bebas ini secara bersamaan berkontribusi sebesar 63,72 persen dalam menjelaskan variabel *abnormal return* yang terbentuk pada saham tersebut di pasar modal (Y_2). Meski demikian, masih ada 36,27 persen yang masih membutuhkan variabel lain.

Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini belum dapat dikatakan sempurna karena masih ada keterbatasan yang dapat dijadikan sebagai dasar bagi pengembangan pada penelitian selanjutnya. Adapun beberapa keterbatasan dalam penelitian ini sebagai berikut:

Hasil penelitian menunjukkan masih ada variabel-variabel lain yang perlu dihimpun agar dapat menjelaskan secara penuh faktor-faktor yang mempengaruhi terbentuknya harga saham di pasar modal. Pada persamaan pertama ($\boldsymbol{Y_1 = 137{,}214 + 0{,}792\ X_1}$), variabel yang perlu dihimpun masih cukup besar kontribusinya, yakni 96,57 persen.

Begitu juga dengan persamaan kedua (Y_2 = *-7,2812 +1,34E-09P1+0,6447*X_2) . Masih dibutuhkan tambahan variabel bebas yang dapat menjelaskan pembentukan *abnormal return* saham di pasar modal. Meski demikian, variabel yang masih kurang memiliki kontribusi lebih kecil dibandingkan dengan persamaan pertama, yakni sebesar 36,27 persen.
Keterbatasan lainnya adalah sumber data rekomendasi analis pada rubrik REKOMENDASI di harian *Kontan* tidak tersedia secara lengkap. Peneliti kesulitan mendapatkan data analis pada rubrik-rubrik REKOMENDASI yang diterbitkan sebelum 23 Juni 2008. Ini mempengaruhi jumlah sampel yang dapat diambil. Semakin besar sampel, akan memberikan hasil yang lebih maksimal terhadap penelitian ini.

DAFTAR REFERENSI

Affandi, U dan S. Utama. (1998, Maret). *Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada BEJ; Usahawan*, Nomor 3 Tahun XXVII, 42-47

Bappepam-LK. (2011). Laporan Akuntabilitas Kinerja Instansi Pemerintah Tahun Anggaran 2010, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bappepam-LK), Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Juni, 2011.

Beneish, Messod D. (1991). *Stock Price and The Dissemination of Anaysist Recommendations*, Chicago Journal, Journal of Business, Volume 64, Nomor 3, The University of Chicago, 393-416.

Brennan, Michael J. dan Hughes, Patricia J. (1991, Desember). *Stock Prices and the Supply of Information*, The Journal of Finance, Vol XLVI, No.5.

Cahyono, Irwan Landung. (2006). *Penelitian tentang Pengaruh Tindakan Merger dan Akuisisi Terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan Pengakuisisi*. Penelitian yang dilakukan pada 2006 ini menggunakan event study (studi peristiwa) pada Bursa Efek Jakarta (BEJ), periode 2001-2005

Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley and Sons, Inc.

De Jong, Frank. (2007, Januari). *Event Study Metodology*, Lecture notes written for the course Empirical Finance and Investment Cases, Tilburg University.

Endang Irianti, Tjiptowati. (2008). *Pengaruh Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi Terhadap Harga dan Return Saham*, Program Studi Magister Akuntansi, Program Pasca Sarjana, Universitas Dipenogoro, Semarang.

Fama, Eugene F, & Kenneth, French R. (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, Journal of Economic Perspectives—Volume 18, Number 3, Summer 2004, Pages 25– 46.

Fama, Eugene F. (1970). *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417

Fama, Eugene F. (1991). *Efficient Capital Market II*, The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991), pp. 1575-1617.

Gesuri, Ardian Taufik. (2011, Juni 15). Wawancara dengan Pemimpin Redaksi Harian Kontan di Kantor Redaksi Harian Kontan, Jalan Kebayoran Lama, Jakarta.

Gramedia, Kompas. (2011). Tentang Overview Kelompok Usaha Kompas Gramedia (KKG), http://www.kompasgramedia.com/aboutkg/overview

Harris, Larry. (2003). *Trading and Exchange: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press.

Hermanto, B. (1998). *Nominal Stock Return Volatility on The Jakarta Stock Exchange and Change in Government Policy*; PhD Disertation, Department of Accounting and Finance, University of Birmingham, UK.

Huang, Roger D. & Stoll, Hans R. (1994). *Market Microstructure and Stock Return Predictions*, The Review of Financial Studies, Vol. 7, No. 1 (Spring, 1994), pp. 179-213.

Husnan, Suad. (1990, Juni). *Pasar Modal Indonesia Masih Efisienkah?: Pengamatan Selama Tahun 1990*, Manajemen Usahawan Indonesia.

IDX Newsletter. (2010). Diunduh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 17 Januari 2012 dengan alamat http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/Publication/Newsletter/FileDownload/IDX%20News%20Des-2010.pdf

Jasmina, Thia. (1999). Weal Form Efficiency Test; Evidence from Jakarta Stock Exchange (1990-1996); Ekonomi dan Keuangan Indonesia, Volume 47, Nomo2, 191-218

Kustodian Sentral Efek Indonesia, KSEI. (2011). Berita Pers *Single Investor Identity* dan Pemisahan Rekening Dana Investor, Akses Menuju Transparansi Pasar Modal Indonesia, 30 Desember 2011.

Liu Pu, Stanley, Smith D, Syed, Azmat A. (1990). *Stock Price Reactions to Wall Street Journal's Securities Recomendation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA), Vol.25, No 3, Published by University of Washington School of Business Administration.

Manurung, Adler Haymans. (1994). *Development of Jakarta Stock Exchange*; Tesis Master Degree, Department of Commerce, University of Newcastle, Australia. Unpublishe.

Manurung, Adler Haymans, Prof Dr. (2010). *Ekonomi Finansial*, Penerbit PT Adler Manurung

Press, Jakarta, pp. 15-19.

Manurung, Adler Haymans, (2011). *Metode Riset: Keuangan, Investasi dan Akuntansi Empiris*, PT Adler Manurung Press, Jakarta .

Merton, RC. (1987). A Simple model of capital market equilibrium with incomplete information, Journal of finance.

Millon, M & AV Thakor. (1985, Desember). *Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies*, Journal of Finance, 40 (Dec, 1985), 1403-1422.

Sadewa, Y. Purbaya, dan Tim Danareksa Research Institute. (2010). Danareksa Research Institute (DRI), Mendengar Suara Pasar, Analisis Teknikal Modern, Cetakan Kedua, Jakarta.

Suha, Faruq R. (2004). *Analisis Efisiensi Pasar di BEJ Tahun 1999-2004*, Tesis Magister Pasca Sarjana FEUI.