

PERKEMBANGAN PASAR MODAL INDONESIA
DITINJAU DARI KEMANFAATAN INFORMASI
ANALIS SEKURITAS

DR. C. ERNA SUSILAWATI

DISAMPAIKAN DALAM
SEMINAR NASIONAL
KOMPETISI NASIONAL PASAR MODAL
23 JULI 2011

UNVESITAS KATHOLIK WIDYA MANDALA SURABAYA
2011

PERKEMBANGAN PASAR MODAL INDONESIA DITINJAU DARI KEMANFAATAN INFORMASI ANALIS SEKURITAS

LATAR BELAKANG

Pasar modal Indonesia merupakan pasar modal yang sedang berkembang. Pasar modal berkembang dapat diidentifikasi melalui nilai kapitalisasi pasarnya. Nilai kapitalisasi pasar yang kecil menunjukkan volume transaksi perdagangan yang tipis (*thin trading*) yang disebabkan oleh ketidaksinkronan perdagangan (*non-synchronous trading*) di pasar. Sebagai akibatnya, pergerakan harga saham di pasar modal yang sedang berkembang lebih tinggi dan lebih sulit dianalisis di bandingkan pergerakan harga saham di pasar yang lebih maju. Keterbatasan investor dalam hal kemampuan untuk mengumpulkan informasi dan menganalisisnya menjadi informasi yang berguna untuk membantu menganalisis saham menyebabkan keberadaan analis sekuritas sangat dibutuhkan.

Investor memandang bahwa pasar modal yang sedang berkembang lebih berisiko dan lebih sulit untuk di analisis (Moshirin dan Wu, 2009) sehingga kebutuhan akan informasi dari analis sekuritas meningkat. Pasar percaya bahwa analis sekuritas memiliki kemampuan untuk mencari dan menganalisis informasi yang berhubungan dengan perusahaan dan mengevaluasi informasi tersebut dengan lebih baik. Berdasarkan informasi yang diberikan analis sekuritas, investor berharap bisa mendapatkan informasi tentang perusahaan. Analis sekuritas merupakan *inform market participant* yang menjembatani investor dan perusahaan melalui informasi yang dihasilkan. Analis sekuritas berperan dalam

mengumpulkan informasi yang relevan, melakukan evaluasi dan mengolah informasi yang diperoleh menjadi informasi yang lebih mudah dipahami oleh investor dalam bentuk laporan riset dan bisa digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan transaksi (Piotroski dan Roulstone, 2004).

MANFAAT *RESEARCH REPORT*

Laporan analisis sekuritas merupakan salah satu informasi yang diharapkan akan memberikan manfaat bagi investor yang memiliki informasi tersebut (klien perusahaan sekuritas) maupun bagi pasar modal. Manfaat bagi investor yang memiliki informasi ini berupa *abnormal return* yang diperoleh pada saat melakukan transaksi perdagangan berdasarkan rekomendasi analisis sekuritas. Sedangkan bagi pasar modal, informasi dari analisis bermanfaat untuk mengurangi asimetri informasi antar investor melalui *price informativeness*.

Pada saat investor yang menjadi klien di perusahaan sekuritas melakukan transaksi berdasarkan informasi analisis dan memperoleh keuntungan, hal itu menunjukkan bahwa informasi analisis sekuritas memberikan manfaat bagi investor. Investor yang melakukan transaksi perdagangan berdasarkan informasi yang dimiliki akan menggerakkan harga saham. Pergerakan harga ini membuat *uninformed investor*, menyadari akan adanya informasi yang tidak diketahui sebelumnya. Hal ini kemudian oleh Grossman dan Stiglitz (1980) disebut sebagai *price informativeness*. Harga saham yang informatif menyebabkan semua investor menjadi *informed investor* dan informasi yang awalnya memberikan keuntungan bagi *informed investor* dalam bentuk *abnormal return*, tidak lagi bisa digunakan

sebagai dasar pengambilan keputusan transaksi yang menguntungkan (tidak lagi bisa memberikan *abnormal return*). Pada saat inilah harga saham berada pada kondisi yang efisien secara informational (*informationally efficient*) (Grossman & Stiglitz, 1980; Kyle, 1985).

Berdasarkan penelitian Susilawati (2011) laporan analisis sekuritas di Indonesia dalam bentuk rekomendasi saham, target harga dan estimasi laba memberikan manfaat dalam bentuk abnormal return bagi investor yang menjadi klien di perusahaan sekuritas yang mengeluarkan research report. Transaksi perdagangan yang dilakukan oleh investor tersebut juga mampu menggerakkan harga, sehingga investor lain yang awalnya tidak mengetahui informasi dari analisis sekuritas menyadari adanya informasi tersebut. Semakin banyak investor yang mengetahui keberadaan informasi tersebut menyebabkan asimetri informasi antar investor semakin kecil dan pasar menjadi efisien yang ditunjukkan dengan semakin berkurangnya *abnormal return* yang diterima oleh investor.

AKURASI RESEARCH REPORT

Adanya manfaat yang diterima investor dari informasi analisis sekuritas menyebabkan kebutuhan analisis sekuritas meningkat. Keberadaan analisis sekuritas diperlukan karena analisis sekuritas dianggap memiliki kemampuan dan memiliki akses untuk mendapatkan informasi tentang perusahaan (Piotroski dan Roulstone, 2004). Analisis sekuritas kemudian melakukan analisis terhadap informasi yang berhasil di peroleh dari berbagai sumber. Sumber informasi tersebut dari beberapa penelitian (Lang dan Lundholm, 1996; Clement, 1999; Botosan dan

Harris, 2000; Hopkins et.al, 2000; Barth et.al; 2001, Duru dan Reeb, 2002; Plumlee, 2003) bisa dirangkum berasal dari lingkungan industri dan kondisi perekonomian serta dari dalam perusahaan baik berupa laporan keuangan maupun informasi yang diperoleh dari hasil komunikasi dengan manajemen perusahaan. Informasi dari internal perusahaan, menurut Lang dan Dundholm (1996) sangat tergantung pada *disclosure* perusahaan dan hubungan komunikasi dengan manajemen. Metode akuntansi juga mempengaruhi analisis sekuritas untuk memperoleh informasi tentang perusahaan (Hopkins et al., 2000). Selain itu *corporate governance* dan struktur kepemilikan perusahaan merupakan faktor penting yang menjadi perhatian analisis dalam proses pengumpulan informasi (Bushan, 1989). Selain harus paham seluk-beluk soal perekonomian dan keuangan, analisis dituntut mengetahui kondisi pasar saham. Tidak hanya di pasar lokal, tapi juga pasar regional dan global. Itu semua kemudian dituangkan dalam bentuk laporan riset. Bentuknya bisa berupa laporan singkat, seperti berita berbentuk harian, mingguan, bulanan, atau bisa juga dibuat per sektor dan per emiten perusahaan.

Dalam mengolah informasi, analisis sekuritas seringkali juga tidak optimal sehingga menghasilkan rekomendasi saham, yang tidak akurat atau dengan kata lain bias. Penelitian Elliot (1995), Lin dan McNichols (1998) serta Easterwood dan Nutt (1999) menunjukkan bahwa analisis sekuritas *overreact* terhadap informasi yang bagus dan *underreact* terhadap informasi yang buruk sebagai bentuk perilaku optimisme. Perilaku ini didorong oleh kepentingan analisis untuk bisa menghasilkan insentif baik berupa komisi perdagangan (Bernhardt dan

Kutsoati, 2002), membangun reputasi (Hong dan Kubik, 2003) maupun untuk mempertahankan hubungan baik dengan pihak manajemen perusahaan (Michaely dan Womack, 1999). Akibat perilaku optimistik ini menyebabkan informasi yang dihasilkan oleh analis menjadi tidak akurat (bias).

Perilaku optimistik analis juga tercermin dalam penelitian Dugar dan Nathan (1995), Womack (1996), Jegadeesh dan Kim (2006) yang menyatakan terdapat bias dalam rekomendasi yang diberikan oleh analis sekuritas. Hasil penelitian-penelitian tersebut memberikan kesimpulan bahwa analis sekuritas lebih banyak memberikan rekomendasi *buy* dibandingkan dengan rekomendasi *hold* dan *sell*. Indikasi bias ini diperkuat dengan penelitian Fogarty dan Rogers (2005) dimana rekomendasi *buy* memberikan rata-rata return negatif, 6 bulan setelah rekomendasi diungkap. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang sahamnya di rekomendasikan *buy* sebenarnya tidak memiliki *opportunity investment* yang cukup tinggi, sehingga tidak tepat jika rekomendasi *buy* diberikan oleh analis.

Temuan tentang bias juga terjadi pada informasi yang dihasilkan analis sekuritas dalam bentuk estimasi laba. Penelitian Kang, O'Brien dan Sivaramakrishna (1994), Dreeman dan Berry (1995), Dugar dan Nathan (1995), Michaely dan Womack (1999), Hong dan Kubik (2003), Gleason dan Lee (2003), Bradshaw et.al (2006), Gu dan Xue (2008) menunjukkan terjadinya bias pada estimasi laba, di mana rata-rata estimasi laba lebih besar dari pada pencapaian laba. Meskipun dari setiap penelitian diatas menggunakan faktor yang berbeda, tetapi menghasilkan kesimpulan yang sama bahwa terdapat bias dalam estimasi

laba yang diungkap oleh analis sekuritas. Loffler (1998) juga menunjukkan bias estimasi laba melalui pembuktian bahwa revisi estimasi laba berpengaruh terhadap *earning forecast error*. Artinya perbedaan antara estimasi laba dengan estimasinya di pengaruhi oleh revisi yang dibuat oleh analis. Analis melakukan revisi yang tidak tepat sehingga hasil estimasinya berbeda dengan laba yang dicapai.

Informasi yang bias selain terjadi pada rekomendasi saham dan estimasi laba terjadi juga pada target harga. Meskipun belum banyak penelitian yang melakukan pengujian terhadap akurasi target harga akan tetapi penelitian Ritter (2006) dan Asquith, et.al (2005) mulai menggali tentang bias dalam target harga ini. Ritter (2006) menyatakan bahwa bias target harga semakin besar seiring dengan peningkatan pertumbuhan nilai perusahaan. Bias target harga juga muncul dalam penelitian Asquith,et.al (2005) dimana target harga dinyatakan akurat apabila harga saham yang ditargetkan tercapai dalam suatu horizon waktu tertentu. Hasilnya 45,7% dari sample tidak mampu mencapai target harga yang ditentukan. Hal ini menunjukkan bahwa analis terlalu tinggi dalam menetapkan estimasi harga untuk horizon waktu yang ditentukan dan menunjukkan terjadinya bias pada target harga.

HASIL PENELITIAN EMPIRIS

Berdasarkan beberapa penelitian empiris menunjukkan bahwa laporan analis sekuritas memberikan manfaat bagi investor yang menjadi klien di perusahaan sekuritas maupun bagi pasar modal. Mendasarkan informasi utama

dalam laporan analisis yaitu rekomendasi saham, target harga dan estimasi laba, hasil penelitian empiris tentang manfaat laporan analisis sekuritas ditunjukkan dalam penelitian Liu et al (1990), Beneish (1991), Stickel (1995), Womack (1996), Francis dan Soffer (1997), Ivkovic dan Jegadeesh (2004), Asquith et al (2005), Autore et al (2009) dan Huang et al (2009). Penelitian-penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa revisi rekomendasi saham berpengaruh positif terhadap *abnormal return* di sekitar diungkapnya revisi rekomendasi. Penelitian Jegadeesh et.al (2004) juga menunjukkan revisi rekomendasi merupakan prediktor untuk *return* saham. Sementara Moshirin dan Wu (2009) menggunakan *cumulative abnormal return* dari saham yang direkomendasikan beli untuk mengukur *value* dari rekomendasi dan hasilnya, rekomendasi beli memberikan *return* positif selama empat minggu setelah diungkap. Di Indonesia penelitian Arimbi (2006) mendukung penelitian di atas dimana terdapat *abnormal return* positif (negatif) di sekitar hari dikeluarkannya rekomendasi beli (jual).

Abnormal return juga di dipengaruhi oleh revisi estimasi laba. Penelitian tentang pengaruh revisi estimasi laba terhadap *abnormal return* telah dilakukan oleh Givoly dan Lakonishok (1980), Imhoff dan Lobo (1984), Stikel (1991), Chan et.al (1996) dan Asquith et.al (2005). Penelitian yang menunjukkan bahwa revisi estimasi laba merupakan informasi yang bermanfaat bagi investor juga dilakukan di pasar Asia Pasifik oleh Aitken et al (1996), Allen et.al (1999) dan Lim dan Kong (2004). Kesimpulannya *abnormal return* berhubungan dengan revisi estimasi laba. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut terlihat bahwa investor

yang menggunakan informasi revisi estimasi laba dalam keputusan investasinya akan memperoleh *abnormal return* yang signifikan.

Penelitian tentang target harga sebagai salah satu informasi penting dari analisis mulai muncul setelah penelitian rekomendasi saham dan estimasi laba banyak dilakukan. Francis dan Soffer (1997), Bradshaw (2002), Brav dan Lehavy (2003), Asquith et.al (2005) dan Huang et.al (2009). Meskipun fokus penelitian-penelitian tersebut untuk mengetahui manfaat target harga akan tetapi pengujian selalu dilakukan bersamaan dengan rekomendasi saham atau estimasi laba atau ketiganya secara bersamaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi target harga berpengaruh terhadap *abnormal return*. Dalam penelitian Asquith et.al (2005) bahkan menunjukkan bahwa pengaruh revisi target harga terhadap *abnormal return* lebih besar dibandingkan pengaruh revisi rekomendasi saham maupun revisi estimasi laba. Hal ini menurut Huang et al (2009) karena target harga merupakan refleksi dari opini analis tentang level harga yang akan dicapai pada beberapa periode ke depan. Dengan demikian revisi target harga menjadi informasi yang cukup *valuable* dibandingkan revisi rekomendasi saham dan revisi estimasi laba. *Value* ini ditunjukkan dengan adanya pengaruh yang cukup kuat antara revisi target harga dengan *abnormal return*.

Penelitian Susilawati (2011) mencoba memasukkan unsur akurasi informasi analis kedalam manfaat yang akan diterima oleh klien di perusahaan sekuritas maupun bagi pasar modal modal melalui *price informativeness* saham. Hasil nya menunjukkan bahwa informasi yang diberikan oleh analis sekuritas memberikan manfaat bagi *informed investor*. *Informed investor* dalam penelitian

ini adalah investor yang menjadi klien perusahaan sekuritas yang mengeluarkan informasi dalam bentuk fokus perusahaan. Hasil analisis menunjukkan bahwa revisi rekomendasi saham dan revisi target harga berpengaruh signifikan terhadap *cummulative abnormal return* dari *informed investor*. Artinya revisi rekomendasi saham dan revisi target harga yang disampaikan oleh analis sekuritas memberikan manfaat bagi *informed investor*., sesuai dengan temuan Womack (1995), Brav dan Lehavy (2003), Asquith et al (2005) dan Bradshaw et al (2006). Akan tetapi sedikit berbeda dengan temuan para peneliti sebelumnya dimana revisi estimasi laba kurang bermanfaat bagi *informed investor*. Dalam penelitian ini manfaat yang diterima *informed investor* sebagai kompensasi atas kepemilikan informasi ternyata tidak dipengaruhi oleh akurasi informasi. Temuan ini berbeda dengan Ho dan Michaely (1988) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kualitas informasi akan memberikan manfaat yang lebih tinggi dengan memperkecil ketidakpastian. Hal ini menunjukkan bahwa investor percaya terhadap informasi yang disampaikan oleh analis sekuritas yang dianggap telah memberikan informasi yang benar dan akurat. Dengan demikian meskipun informasi dari analis sekuritas tidak akurat, dalam jangka pendek masih memberikan manfaat bagi *informed investor*.

Manfaat informasi analis sekuritas bagi pasat modal dapat diketahui melalui dampak informasi tersebut terhadap *price informativeness* saham. Hasil penelitian menunjukkan hanya revisi rekomendasi *upgrade* dan revisi target harga yang berpengaruh positif terhadap peningkatan *price informativeness* saham. Hasil ini mendukung pernyataan Schutte dan Unlu (2009), dimana

informasi dari analis sekuritas bermanfaat untuk mengurangi asimetri informasi antar investor sehingga mengurangi *uninformed investor*, meskipun dalam penelitian ini tidak semua informasi analis sekuritas meningkatkan *price informativeness* saham. Pengaruh revisi target harga terhadap peningkatan *price informativeness* semakin besar pada saat target harga akurat. Temuan ini mendukung temuan Brav dan Lehavy (2003), Asquith et.al (2005) dan Huang et.al (2009) yang menyatakan bahwa revisi target harga merupakan informasi yang lebih *valuable* dibandingkan informasi lain. Implikasi dari peningkatan *price informativeness* adalah semakin rendahnya *abnormal return*. Hasil analisis data menunjukkan peningkatan *price informativeness* mengurangi *abnormal return*. Hal ini mengkonfirmasi pernyataan Grossman dan Stiglitz (1980) dimana harga saham yang informatif menyebabkan sebagian besar investor menjadi *informed investor* dan informasi yang awalnya memberikan keuntungan bagi *informed investor* dalam bentuk *abnormal return*, tidak lagi bisa digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan transaksi yang menguntungkan dan tidak lagi bisa memberikan *abnormal return*.

Secara keseluruhan kesimpulan yang bisa diambil dari penelitian Susilawati (2011) adalah informasi analis sekuritas terutama dalam bentuk rekomendasi saham dan target harga bermanfaat bagi *informed investor* dan berdampak pada peningkatan *price informativeness* saham. Meskipun begitu penelitian ini menunjukkan bahwa akurasi informasi analis tidak berpengaruh terhadap manfaat *informed investor*, hal ini dimungkinkan karena investor percaya terhadap informasi yang disampaikan oleh analis sekuritas. Berdasarkan

kemampuan dan kapabilitasnya, analis sekuritas dianggap telah memberikan informasi yang benar dan akurat. Dengan demikian investor bereaksi terhadap informasi yang disampaikan oleh analis sekuritas dan mendapatkan manfaat dari informasi tersebut.

IMPLIKASI

1. **Bagi Investor.**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua informasi analis sekuritas yang diuji dalam penelitian ini akurat. Hanya informasi dalam bentuk rekomendasi jual dan target harga yang akurat. Padahal berdasarkan informasi dalam laporan analis sekuritas, investor berharap bisa mendapatkan informasi tentang perusahaan yang kemudian akan digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan untuk melakukan transaksi perdagangan (Piotroski dan Roulstone, 2004). Dengan temuan ini maka investor diharapkan lebih berhati-hati dalam mempergunakan informasi dari analis sekuritas, terutama untuk informasi rekomendasi beli, rekomendasi tahan dan estimasi laba yang dalam penelitian ini menunjukkan tidak akurat.

2. **Bagi Perusahaan Sekuritas**

Salah satu nilai tambah bagi perusahaan sekuritas untuk mendapatkan banyak nasabah adalah menyediakan informasi bagi investornya. Dari hasil penelitian ini, ditemukan bahwa informasi dalam bentuk rekomendasi beli, rekomendasi tahan dan estimasi laba tidak akurat, akan tetapi memberikan

manfaat bagi investor. Manfaat tersebut terlihat pada revisi rekomendasi saham dan target harga, sementara revisi estimasi laba, terlihat tidak direspon oleh investor. Selain itu informasi dari analisis sekuritas juga meningkatkan *price informativeness* saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor percaya analisis sekuritas memiliki kemampuan dan kapabilitas untuk mencari dan menganalisis informasi yang berhubungan dengan perusahaan dan mengevaluasi informasi tersebut dengan lebih baik dan menggunakannya untuk melakukan transaksi perdagangan.

3. Bagi Analisis Sekuritas

Kepercayaan investor ini merupakan peluang bagi analisis sekuritas dan perusahaan sekuritas untuk terus mengembangkan divisi riset dan menghasilkan informasi-informasi yang akurat dan bermanfaat bagi investor dan pasar modal. Kelemahan-kelemahan dalam akurasi prediksi dan rekomendasi harus diperbaiki, karena apabila dalam jangka panjang investor menyadari bahwa informasi yang disampaikan analisis sekuritas tidak akurat maka bisa jadi investor akan berpindah ke perusahaan sekuritas lain yang bisa memberikan informasi yang lebih baik dan lebih akurat.

4. Bagi Regulator

Analisis sekuritas merupakan pihak yang diharapkan menjadi jembatan informasi antara emiten dan investor. Hasil penelitian menunjukkan, investor bereaksi terhadap informasi yang disampaikan oleh analisis sekuritas. Informasi

dari analisis sekuritas juga meningkatkan *price informativeness* saham. Akan tetapi reaksi investor dan peningkatan *price informativeness* saham tidak dipengaruhi oleh akurasi informasi yang disampaikan oleh analisis sekuritas. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa meskipun informasi yang disampaikan oleh analisis sekuritas tidak semuanya akurat akan tetapi analisis sekuritas memiliki peran dipasar modal yang memberikan manfaat secara finansial dalam bentuk *abnormal return* maupun manfaat dalam bentuk peningkatan *price informativeness* saham. Hal ini harus menjadi perhatian bagi pihak regulator agar kepercayaan investor dan pasar modal terhadap analisis sekuritas tidak disalahgunakan.

Kepercayaan investor kepada analisis sekuritas bisa jadi disebabkan karena kurangnya pengetahuan investor terhadap akurasi informasi. Pihak regulator sebaiknya memberikan edukasi kepada investor agar menjadi investor yang paham dan cerdas sehingga kepercayaannya terhadap analisis sekuritas tidak disalahgunakan.

Penyalahgunaan kepercayaan investor juga seringkali didorong oleh kepentingan analisis untuk bisa menghasilkan insentif baik berupa komisi perdagangan (Bernhardt dan Kutsoati, 2002), membangun reputasi (Hong dan Kubik, 2003) maupun untuk mempertahankan hubungan baik dengan pihak manajemen perusahaan (Michaely dan Womack, 1999). Akibat perilaku optimistik ini menyebabkan informasi yang dihasilkan oleh analisis menjadi tidak akurat dan merugikan investor dalam jangka panjang. Dengan mempertimbangkan hasil penelitian ini dan temuan dari beberapa penelitian sebelumnya tentang perilaku oportunistik analisis sekuritas maka diharapkan

regulator membuat kebijakan yang mengatur agar analis sekuritas memberikan informasi yang sebenarnya tentang emiten yang dianalisis, dan tidak mengambil keuntungan pribadi dengan merugikan pihak investor.

TERIMA KASIH