



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP REKOMENDASI SAHAM  
YANG DIPUBLIKASIKAN HARIAN KONTAN DALAM RUBRIK  
“REKOMENDASI”**

**TESIS**

**ORIN BASUKI**

**NPM: 0906586013**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
JAKARTA 2012**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**REAKSI HARGA SAHAM TERHADAP REKOMENDASI  
SAHAM YANG DIPUBLIKASIKAN HARIAN *KONTAN*  
DALAM RUBRIK “REKOMENDASI”**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar magister  
manajemen Strata-2 (S2)**

**ORIN BASUKI  
NPM: 0906586013**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN PASAR MODAL  
JAKARTA  
JANUARI 2012**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : ORIN BASUKI

NPM : 0906586013

Tanda Tangan :



Tanggal : 19 Januari 2012

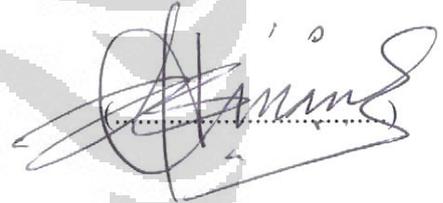
## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : ORIN BASUKI  
NPM : 0906586013  
Program Studi : Magister Manajemen Pasar Modal  
Judul Tesis : Reaksi Harga Saham Terhadap  
Rekomendasi Saham yang  
Dipublikasikan Harian *Kontan* dalam Rubrik  
“REKOMENDASI”

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar S2 pada Program Studi Magister Manajemen Pasar Modal, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof Dr Adler H Manurung



Penguji : Rofikoh Rokhim SE, SIP, DEA, Ph.D

Rofikoh Rokhim  
(.....)

Penguji : Imo Gandakusuma SE, Ak, MBA



(.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 19 Januari 2012

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai civitas akademi Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : ORIN BASUKI  
NPM : 0906586013  
Program Studi : Pasar Modal  
Departemen : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**Reaksi Harga Saham Terhadap Rekomendasi Saham yang Dipublikasikan  
Harian Kontan Dalam Rubrik “REKOMENDASI”**

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihkan/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis atau pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 19 Januari 2012

Yang menyatakan



(ORIN BASUKI)

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa. Karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Strata 2 (S2) Program Magister Manajemen Pasar Modal pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Saya menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terimakasih kepada:

- (1) Bapak Prof Rhenald Kasali Ph.D, Ketua Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia atas tuntunannya;
- (2) Bapak Prof Dr Adler Haymans Manurung, selaku dosen pembimbing yang menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran dalam penyusunan tesis ini;
- (3) Ibu Sri Mulyani Indrawati, Direktur Pelaksana Bank Dunia yang memberikan dukungan kepada saya untuk melanjutkan pendidikan;
- (4) Pimpinan PT Pertamina atas segala dukungannya;
- (5) Bapak Ardian Taufik Gesuri, Pemimpin Redaksi Harian Kontan yang telah menyempatkan waktu melayani pendalaman materi tesis ini;
- (6) Pimpinan Harian Kompas, terutama Bunda Ninuk Mardiana Pambudy yang memberikan kesempatan bagi saya menyelesaikan tesis ini;
- (7) Maina, Pinandita Basuki, dan Kinanti Basuki, yang ikut berkorban waktu dan tenaga sepanjang masa perkuliahan dan selama penyelesaian tesis ini;
- (8) Orang tua dan kakak yang memberikan dukungan doa.

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, 19 Januari 2012

Penulis

## ABSTRAK

Nama : ORIN BASUKI  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Reaksi Harga Saham Terhadap  
Rekomendasi Saham yang Dipublikasikan Harian  
Kontan dalam Rubrik “REKOMENDASI”

Penelitian ini dilakukan untuk mendapatkan jawaban atas pertanyaan, apakah rekomendasi saham yang diterbitkan oleh harian *Kontan* melalui rubrik REKOMENDASI berdampak terhadap harga saham di pasar modal. Dampak tersebut dilihat dari tiga sisi waktu, yakni sebelum, pada hari yang publikasi, dan hari-hari setelah rekomendasi saham di harian *Kontan* diterbitkan. Disamping itu, peneliti juga menepohong dampak rekomendasi saham di harian *Kontan* berdasarkan jenis rekomendasinya, yakni beli, jual, tahan, serta rekomendasi kombinasi, yakni beli-jual dan beli-tahan. Atas dasar itu, penelitian dilakukan dengan berbasiskan pada studi peristiwa (*event study*). Adapun untuk menggali ada atau tidaknya dampak rekomendasi saham di harian *Kontan* terhadap harga saham di Bursa Efek Indonesia (BEI), wahana yang digunakan adalah *abnormal return*. Adanya *abnormal return* di hari-hari menjelang, di saat, dan setelah rekomendasi saham harian *Kontan* diterbitkan merupakan alat uji yang tepat untuk menentukan dampak rekomendasi tersebut. Hasil penelitian mengindikasikan adanya dampak rekomendasi saham yang dipublikasikan harian *Kontan* dengan pergerakan harga di BEI. Namun, khusus untuk rekomendasi beli diketahui tidak terjadi kinerja yang abnormal pada *return* saham berdasarkan hasil pengolahan datanya, berbeda dengan rekomendasi jual, tahan, dan kombinasi.

**Kata kunci:** *return*, *abnormal return*, rekomendasi saham, *event study*, harga saham.

## ABSTRACT

Name : ORIN BASUKI  
Study Program : Magister Management  
Title : Stock Price Reaction on Stock Recommendation  
from a Column Published by *Kontan* Daily  
Newspaper, Named REKOMENDASI

The purpose of this research is exploring and examining stock recommendation impact on stock price movement at Indonesia Stock Exchange, Bursa Efek Indonesia (BEI). This study is using stock recommendation from a column on *Kontan* daily newspaper, named REKOMENDASI. Each recommendation produce by analysts from many investment advisory agencies in Jakarta. The effect of stock recommendation has divided by three time corridors, which is before, at the day, and after *Kontan* recommendation were published. This study have also explored the impact of *Kontan* recommendation on each kind of recommendation, such as buy, sell, hold, or combination recommendation 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 recommendation there was a situation of no abnormal performance on the publication day.

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

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	iv
KATA PENGANTAR	v
ABSTRAK	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR PERSAMAAN	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	5
1.5 Batasan Penelitian	6
1.6 Sistematika Penulisan	7
<b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA</b>	<b>9</b>
2.1 Teori Ekonomi Finansial	9
2.2 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	9
2.3 Struktur Mikro Pasar	10
2.4 Pasar Efisien	11
2.5 Kerangka Konseptual	17
2.6 Penelitian Sebelumnya	28
2.7 <i>Harian Kontan</i>	40
2.8 Rekomendasi <i>Kontan</i>	48
2.9 Bursa Efek Indonesia	50
<b>BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN</b>	<b>54</b>
3.1 Data	54
3.2 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel Penelitian	56
3.3 Model, dan Teknis Analisis	57
<b>BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	<b>61</b>
4.1 Analisis Umum	61

4.2	Analisis Pengaruh Harga Saham Rata-rata Analisis ( $X_1$ ) Terhadap Harga Saham di Pasar ( $Y_1$ )	68
4.3	Analisis Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analisis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada Hari Publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ )	74
4.4	Analisis Berdasarkan Rekomendasi	82
<b>BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN</b>		<b>90</b>
5.1	Kesimpulan	90
5.2	Keterbatasan Penelitian	91
5.3	Saran	92
<b>DAFTAR REFERENSI</b>		<b>94</b>
<b>LAMPIRAN</b>		<b>97</b>



## DAFTAR TABEL

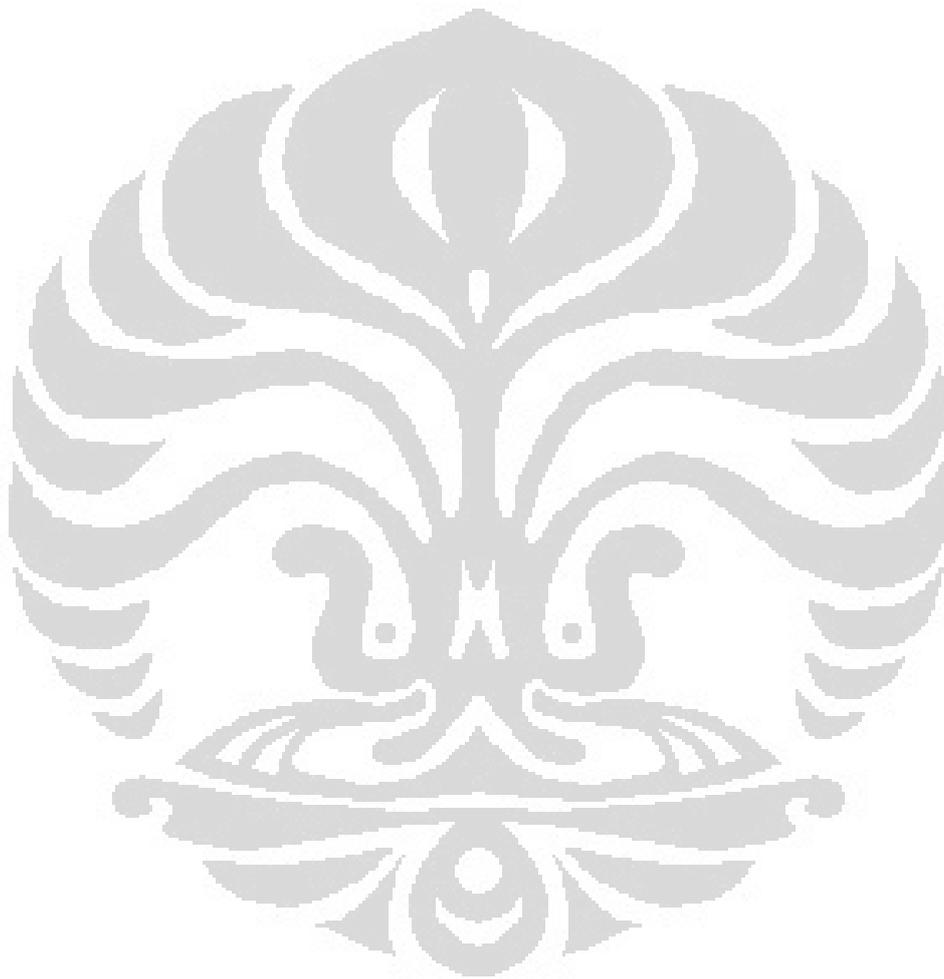
<b>Tabel 2.1</b>	Ringkasan Statistik atas Sampel Perusahaan yang Dipublikasikan Pada Kolom <i>Heard on the Street</i> (HS) Periode 1978-1979	32
<b>Tabel 2.2</b>	Rincian Aset Investor yang Dikelola KSEI	51
<b>Tabel 2.3</b>	Komposisi Efek yang Diperdagangkan di BEI	53
<b>Tabel 4.1</b>	Distribusi <i>Abnormal Return</i>	61
<b>Tabel 4.2</b>	Kaitan Rekomendasi Analis dengan <i>Abnormal Return</i>	66
<b>Tabel 4.3</b>	Persentase Distribusi Rekomendasi Analis yang Dikaitkan dengan <i>Abnormal Return</i>	68
<b>Tabel 4.4</b>	Hasil Uji Autokorelasi Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis terhadap Harga Saham	69
<b>Tabel 4.5</b>	Uji Heteroskedastisitas, Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis terhadap Harga Saham	69
<b>Tabel 4.6</b>	Analisis Regresi Sederhana Pengaruh Harga Rata-rata Analis ( $X_1$ ) terhadap Harga yang muncul di Pasar ( $Y_1$ )	71
<b>Tabel 4.7</b>	Pengujian Hipotesis Secara Parsial ( <i>Uji t</i> ), Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis ( $X_1$ ) terhadap Harga yang muncul di Pasar ( $Y_1$ )	72
<b>Tabel 4.8</b>	Analisis Koefisien Determinasi, Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analis ( $X_1$ ) terhadap Harga yang muncul di Pasar ( $Y_1$ )	73
<b>Tabel 4.9</b>	Uji Autokorelasi, Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada hari publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ )	74
<b>Tabel 4.10</b>	Uji Multikolinearitas Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada Hari Publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ ). (Persamaan I)	75
<b>Tabel 4.11</b>	Uji Multikolinearitas Pengaruh Harga Rekomendasi	76

	Saham dari Para Analis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada Hari Publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ ). (Persamaan II)	
<b>Tabel 4.12</b>	Uji Multikolinearitas Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada Hari Publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ ). (Persamaan III)	76
<b>Tabel 4.13</b>	Uji Heteroskedastisitas, Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada hari publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ )	77
<b>Tabel 4.14</b>	Analisis Regresi Sederhana, Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analisis ( $P_1$ ) dan Variabel <i>Return</i> Saham Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Pasar pada hari Rekomendasi ( $Y_2$ )	79
<b>Tabel 4.15</b>	Pengujian Hipotesis Secara Parsial ( <i>Uji t</i> ), Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analisis ( $P_1$ ) dan Variabel <i>Return</i> Saham Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Pasar pada hari Rekomendasi ( $Y_2$ )	81
<b>Tabel 4.16</b>	Analisis Koefisien Determinasi, Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analisis ( $P_1$ ) dan Variabel <i>Return</i> Saham Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Pasar pada hari Rekomendasi ( $Y_2$ )	81
<b>Tabel 4.17</b>	Rekomendasi Beli	85
<b>Tabel 4.18</b>	Rekomendasi Jual	87
<b>Tabel 4.19</b>	Rekomendasi Tahan	88
<b>Tabel 4.20</b>	Rekomendasi Beli-Jual dan Beli-Tahan	89

## DAFTAR GAMBAR

<b>Gambar 2.1</b>	Visualisasi Garis Waktu Di Sekitar Peristiwa	21
<b>Gambar 2.2</b>	Kumulatif Rata-rata Abnormal Return Menurut Fama, Fisher, Jensen, dan Roll	27
<b>Gambar 2.3</b>	Rekomendasi Beli	33
<b>Gambar 2.4</b>	Rekomendasi Jual	33
<b>Gambar 2.5</b>	Penelitian Sebelumnya	39
<b>Gambar 2.6</b>	Spesifikasi Harian <i>Kontan</i>	40
<b>Gambar 2.7</b>	Sirkulasi Harian <i>Kontan</i>	41
<b>Gambar 2.8</b>	Profil Pembaca Harian <i>Kontan</i>	42
<b>Gambar 2.9</b>	Jenis Kelamin dan Pendidikan Pembaca <i>Kontan</i>	42
<b>Gambar 2.10</b>	Usia Pembaca <i>Kontan</i>	43
<b>Gambar 2.11</b>	Jenis Kelamin Pengakses <i>Kontan Online</i>	44
<b>Gambar 2.12</b>	Usia dan Jenis Pekerjaan Pengakses <i>Kontan Online</i>	44
<b>Gambar 2.13</b>	Perbedaan Format <i>Kontan</i> Lama dan Baru	49
<b>Gambar 2.14</b>	Komposisi Investor Saham di BEI Per 30 Desember 2010	51
<b>Gambar 2.15</b>	Komposisi Investor Saham di BEI Per 28 Desember 2011	51
<b>Gambar 2.16</b>	Komposisi Investor Obligasi Korporasi dan Sukuk di BEI Per 30 Desember 2010	52
<b>Gambar 2.17</b>	Komposisi Investor Obligasi Korporasi dan Sukuk di BEI Per 28 Desember 2011	52
<b>Gambar 4.1</b>	Uji Normalitas <i>Jarque-Bera</i> Analisis Pengaruh Harga Rata-rata Analisis terhadap Harga Saham	70

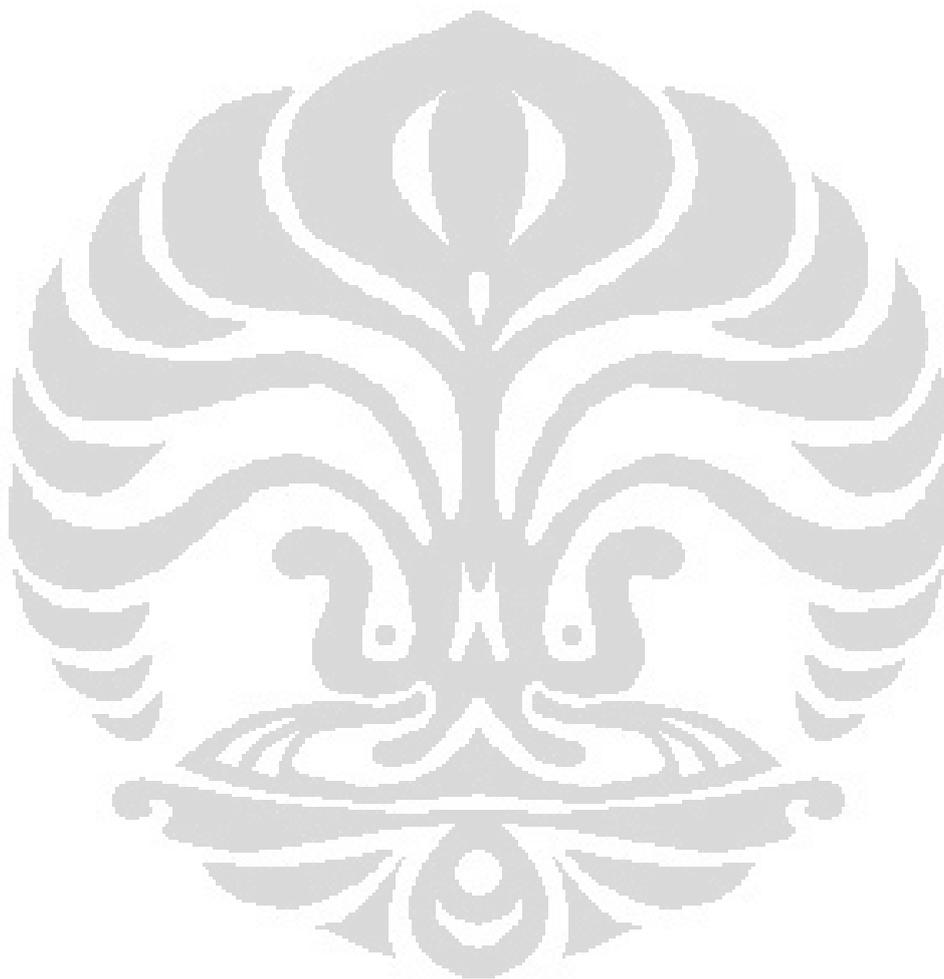
<b>Gambar 4.2</b>	Uji Normalitas <i>Jarque-Bera</i> Pengaruh Harga Rekomendasi Saham dari Para Analis ( $P_1$ ) dan <i>Return</i> Saham Harian Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham di Pasar pada hari publikasi Rekomendasi ( $Y_2$ )	78
<b>Gambar 4.3</b>	Periode Estimasi dan Periode <i>Event</i>	84



## DAFTAR PERSAMAAN

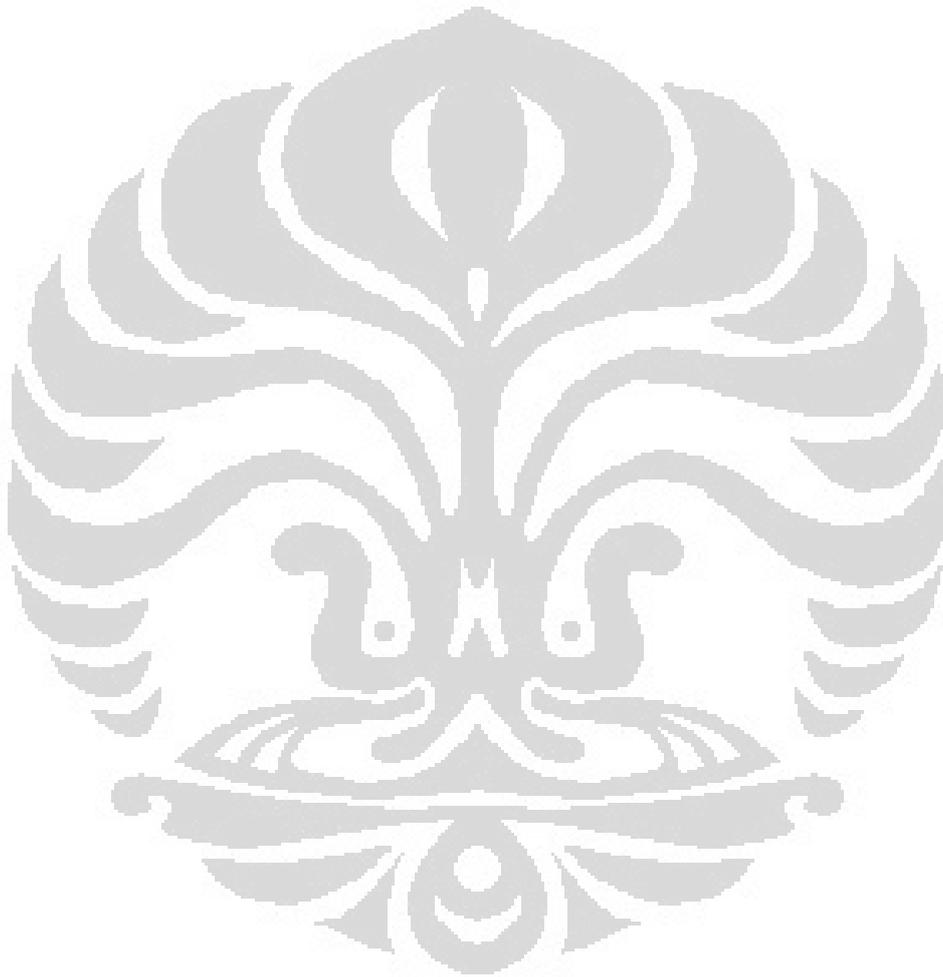
<b>Persamaan 2.1</b>	<i>Excess Return (ER)</i>	19
<b>Persamaan 2.2</b>	<i>Average Excess Return (AER)</i>	19
<b>Persamaan 2.3</b>	<i>Standard Error Excess Return (ER)</i>	20
<b>Persamaan 2.4</b>	<i>Abnormal Return (de Jong)</i>	21
<b>Persamaan 2.5</b>	<i>Mean-Adjusted Return</i>	22
<b>Persamaan 2.6</b>	<i>Market Adjusted Return</i>	22
<b>Persamaan 2.7</b>	<i>Market Model Residual</i>	23
<b>Persamaan 2.8</b>	<i>Normal Return</i>	23
<b>Persamaan 2.9</b>	<i>Excess Return dan CAPM</i>	23
<b>Persamaan 2.10</b>	<i>Average Abnormal Return (AAR)</i>	24
<b>Persamaan 2.11</b>	<i>Cummulative Abnormal Return (CAR)</i>	25
<b>Persamaan 2.12</b>	<i>Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)</i>	25
<b>Persamaan 2.13</b>	<i>Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)</i>	25
<b>Persamaan 2.14</b>	<i>Hypotesa Null</i>	25
<b>Persamaan 2.15</b>	<i>Variance</i>	26
<b>Persamaan 2.16</b>	<i>Variance Cross Sectional Abnormal Return</i>	26
<b>Persamaan 2.17</b>	<i>Uji Statistik Abnormal Return</i>	26
<b>Persamaan 2.18</b>	<i>Central Limit Theorem</i>	27
<b>Persamaan 2.19</b>	<i>Abnormal Return (Event Study)</i>	29
<b>Persamaan 2.20</b>	<i>Return Prediction Error</i>	32
<b>Persamaan 2.21</b>	<i>Prediction Error (PE)</i>	33
<b>Persamaan 2.22</b>	<i>Average Prediction Error (APE)</i>	33
<b>Persamaan 2.23</b>	<i>Cummulative Average Prediction Error (CAPE)</i>	33
<b>Persamaan 3.1</b>	<i>Abnormal Return dengan Beta</i>	55
<b>Persamaan 3.2</b>	<i>Return Saham</i>	57
<b>Persamaan 3.3</b>	<i>Model Level</i>	57
<b>Persamaan 3.4</b>	<i>Model Return</i>	58
<b>Persamaan 3.5</b>	<i>Model Level untuk Uji Hipotesis 1</i>	58
<b>Persamaan 3.6</b>	<i>Model Return untuk Uji Hipotesis 2</i>	58
<b>Persamaan 3.7</b>	<i>Rumus Abnormal Return yang umum</i>	59

<b>Persamaan 4.1</b>	Persamaan Linier Hasil Pengolahan Data Harga Saham yang Direkomendasikan Analisis	71
<b>Persamaan 4.2</b>	Persamaan Linier Hasil Pengolahan Data <i>Abnormal Return</i>	79



## DAFTAR LAMPIRAN

<b>Lampiran 1</b>	Hasil Wawancara dengan Pemimpin Redaksi Harian Kontan, Ardian Taufik Gesuri di Kantor Redaksi Harian Kontan, Jalan Kebayoran Lama, Jakarta, Rabu (15 Juni 2011)	97
<b>Lampiran 2</b>	Frekuensi Kemunculan Perusahaan Sekuritas	101



## BAB 1 PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

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 mengizinkan 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 penerbitan 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 (*sideway*). 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.

## 1.2 Perumusan Masalah

Brennan dan Hughes (1991) menegaskan, investor itu sangat setia dan loyal kepada *broker*-nya. Mereka menerima informasi dari *broker* dan melakukan *trading* melalui *broker*, sepanjang biaya yang ditagihkan *broker* atas transaksinya itu kompetitif. Atas dasar itu pula, *broker* kerap merahasiakan aliran informasi kepada investor yang tidak melakukan perdagangan melalui mereka.

Di sini terjadi persaingan antar *broker*. *Broker* yang membebankan komisi lebih tinggi di atas rata-rata komisi transaksi yang diminta oleh *broker* lain akan kehilangan *client*, investor. Namun, investor pun akan menilai bahwa *broker* yang meminta komisi terlalu rendah biasanya akan menghasilkan perhitungan potensi keuntungan yang kurang akurat dibandingkan *broker* lain (Brennan dan Hughes, 1991).

Namun, dengan adanya fenomena *Noise* (Harris, 2003) dan kondisi untung rugi yang selalu terjadi, keberadaan rekomendasi itu perlu disikapi lebih mendalam. Atas dasar itulah, penelitian yang akan saya lakukan dalam kaitan

penyusunan tesis kali ini akan diarahkan pada keshahihan rekomendasi tersebut.

Beberapa pertanyaan yang perlu dijawab oleh penelitian ini adalah:

1. Apakah rekomendasi yang diberikan rubrik REKOMENDASI kepada para investor atau publik berdampak pada pergerakan harga saham?
2. Apakah rubrik REKOMENDASI dapat menjadi petunjuk bagi investor agar menghasilkan potensi keuntungan yang tergambar dari *abnormal return*?

### 1.3 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.

### 1.4 Manfaat penelitian

Jika semua pertanyaan pada Perumusan Masalah itu terjawab, maka hasil penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat pada kelompok-kelompok masyarakat di bawah ini.

- a. Bagi investor pasar modal diharapkan senantiasa tetap waspada pada setiap rekomendasi yang diberikan oleh *broker* atau pemberi nasihat investasi, termasuk media massa. Sebab, rekomendasi analis yang ditulis di media massa bukan sumber pengambilan keputusan satu-satunya. Jika calon investor semakin memahami tingkat validitas setiap rekomendasi, seharusnya akan semakin banyak investor yang mendapatkan akumulasi untung pada saat bertransaksi sendiri di pasar modal.

- b. Bagi masyarakat umum yang belum menjadi investor di pasar modal, hasil penelitian ini diharapkan menjadi pendorong untuk mulai berinvestasi di bursa. Ini memungkinkan jika setiap risiko dapat diketahui dan difahami.
- c. Bagi manajemen Bursa Efek Indonesia (BEI) dan otoritas pengawas (Badan Pengawas Pasar Modal-Lembaga Keuangan/ Bapepam-LK) sebaiknya perlu memberikan perhatian ekstra terhadap rekomendasi-rekomendasi harga saham yang disampaikan oleh para analis melalui media massa. Ini perlu, karena Liu, Smith, dan Syed (1990) sudah menegaskan bahwa pelaku pasar modal selalu bereaksi terhadap rekomendasi saham, termasuk yang ada di media massa. Apalagi sudah ada dalam sejarah, seperti dicatat Beneish (1991), salah seorang redaktur *The Wall Street Journal*, R Foster Winans menggunakan informasi berharga dari kolom rekomendasi saham *Heard on The Street* untuk mengambil keuntungan sendiri.
- d. Bagi akademisi, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pijakan untuk penelitian lebih lanjut dan pengembangan ilmu pengetahuan.
- e. Bagi perusahaan media massa, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan dasar pengambilan keputusan, terutama dalam menentukan kebijakan redaksi dan bisnis terkait dengan rekomendasi saham dan pemberitaan pasar modal.

### 1.5 Batasan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan beberapa batasan. Informasi yang diambil dari rubrik REKOMENDASI tidak seluruhnya diambil menjadi dasar penelitian ini. Untuk menetapkan bahwa rekomendasi investasi itu bisa dipertanggung jawabkan, maka rekomendasi yang akan diambil hanyalah artikel yang menyebutkan sumber atau analis dengan jelas. Jika rekomendasi itu diberikan dengan anonim, maka tidak akan dipakai.

Batasan ini diharapkan dapat mengungkapkan respon harga saham terhadap rekomendasi yang diungkapkan para analis melalui kolom REKOMENDASI *Kontan*. Respon ini menjadi fokus dalam penelitian ini dan menjadi faktor yang menjadi urgensi dalam membawa fenomena rekomendasi

saham yang sudah dilakukan oleh media asing terhadap bursa sahamnya, seperti *The Wall Street Journal*, pada kasus di Indonesia, yakni kolom REKOMENDASI *Kontan*.

Dalam memberikan rekomendasi, harian *Kontan* menggunakan pendapat beberapa analis dari perusahaan sekuritas berbeda untuk mengungkapkan pandangan mereka atas saham tertentu. Setiap rekomendasi diberikan pada satu atau lebih emiten setiap harinya. Pembaca digiring untuk menerima informasi langsung, sehingga dapat mengarahkan kepada keputusan investasi; beli, jual, atau menahannya saja.

Rubrik REKOMENDASI sendiri merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari halaman INVESTASI pada Harian *Kontan* di halaman empat dan lima. Jadi setiap rekomendasi yang disampaikan di halaman satu akan terkait langsung pada paparan yang lebih lengkap di halaman INVESTASI itu. Pada halaman INVESTASI dipaparkan tentang alasan dan data-data yang lebih lengkap untuk mendukung rekomendasi di halaman satu.

## **1.6 Sistematika Penulisan**

### **Bab 1 Pendahuluan**

Berisikan Pendahuluan yang secara detail dibagi atas beberapa bagian, yakni latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, dan rencana penulisan. Khusus untuk bagian latar belakang akan mengungkapkan juga urgensi penelitian ini.

### **Bab 2 Tinjauan Pustaka**

Pada Bab inilah akan diungkapkan konteks penelitian, konsep utama, berbagai informasi literatur, gambaran umum tentang pasar modal Indonesia serta kompetensi dari literatur yang digunakan.

### **Bab 3 Metodologi Penelitian**

Bagian ini akan menjadi perangkat yang digunakan dalam menjawab pertanyaan pada bagian perumusan masalah. Basis dari penggunaan metodologi

adalah hasil pendalaman yang digunakan oleh penelitian Liu, Smith, dan Syed (1990) yang diungkapkan dalam jurnal mereka, yang berjudul *Stock Price Reactions to Wall Street Journal's Securities Recommendation*. Tesis ini juga akan menggunakan penelitian yang dilakukan oleh Irianti (2008) tentang Pengaruh Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas, dan Laba Akuntansi Terhadap Harga dan Return Saham.

#### Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Pada bab inilah dipaparkan hasil kerja pengolahan data yang diperoleh dari informasi pada rubrik REKOMENDASI harian Kontan.

#### Bab 5 Kesimpulan dan Saran.

Bab ini akan menghimpun benang merah dari hasil penelitian yang dilakukan. Benang merah ini akan memudahkan kepada peneliti lain dalam melakukan penelitian lanjutan. Atas dasar itu, pada bagian saran akan diungkapkan poin-poin penting yang masih perlu diperkuat sehingga ilmu pengetahuan yang terkait dengan cakupan investasi pada surat berharga dapat terus berkembang.

## BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Teori Ekonomi Finansial

Transaksi keuangan berawal dari tukar menukar barang secara barter, hingga kemudian muncul alat tukar yang disebut dengan uang. Mulai seabad lalu, uang tidak hanya menjadi alat tukar, tetapi juga menjadi alat investasi dan bertransaksi.

Transaksi keuangan menjadi awal dari perkembangan ekonomi finansial, idiom yang menggabungkan dua konsep, yakni ekonomi dan finansial. Finansial mengacu pada instrumen keuangan seperti obligasi, saham, waran, atau opsi. Adapun ekonomi mengacu pada manfaat dari keberadaan instrumen-instrumen keuangan itu (Manurung dan Tobing, 2009).

Ekonomi finansial mulai dibakukan untuk pertama kali ketika muncul Teori Keuangan Modern yang diperkenalkan oleh Bernoulli, saat menyampaikan jurnalnya di Saint Petersburg pada tahun 1738 dalam bahasa Jerman. Bernoulli mempercayai bahwa nilai sebuah aset tidak hanya dapat dilihat dari harganya, melainkan juga dari imbal hasilnya atau *yield* dan utilitas (tingkat kemanfaatan). Konsep utilitas ini masih tetap digunakan hingga saat ini (Manurung, 2010).

Teori lanjutan yang terkenal hingga saat ini muncul pada tahun 1938, ketika John Burr Williams menerbitkan sebuah buku berjudul *The Theory of Investment Value*. Untuk pertama kali publik diperkenalkan dengan perbedaan antara spekulasi dan investasi (Manurung, 2010).

### 2.2 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Perkembangan ekonomi finansial tidak berhenti di sana, karena pada tahun 1952, Harry Markowitz muncul dengan Teori Portofolio. Markowitz berpandangan bahwa manusia selalu berinvestasi pada instrumen yang memiliki risiko paling rendah namun dengan tingkat pengembalian yang tertinggi (Manurung, 2010).

Teori terbaru Markowitz tersebut dianggap masih memiliki kelemahan, sehingga kemudian timbul temuan baru yang disebut Model Harga Aset atau

*Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini dikembangkan Sharpe (1964) dan Lintner (1965) menandai lahirnya teori harga aset. Atas temuannya ini, Sharpe memperoleh Hadiah Nobel pada tahun 1990 (Manurung, 2010).

Damodaran (2002: 69) menyebutkan, CAPM termasuk model risiko dan *return* yang masih banyak digunakan sebagai standar analisis. Model ini mengasumsikan bahwa risiko telah termaktub dalam portofolio pasar. Model ini mengasumsikan bahwa setiap orang memiliki akses pada informasi, sehingga seharusnya, investor tidak akan mengalami situasi *overvalued* (menilai harga aset terlalu mahal) atau *undervalued* (menilai harga aset terlalu murah).

Manurung (2010) mencatat, hingga empat dekade kemudian (sejak 1964), konsep CAPM tetap digunakan untuk memperkirakan biaya modal bagi sebuah perusahaan dan mengevaluasi kinerja pengelolaan portofolio.

Belakangan, teori terbaru yang muncul dalam konsep pengembangan investasi di sektor keuangan, yakni Teori Struktur Mikro Pasar. Teori ini dikembangkan Hans R Stoll (Manurung, 2010). Salah satu pandangannya adalah adanya bukti survei yang menunjukkan bahwa kuotasi jangka pendek dan perubahan harga saham itu dapat diprediksi atas dasar informasi yang tersedia ketika prediksi dibuat (Stoll dan Huang, 1994).

### 2.3 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 bab 2 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 terkonfirmasi oleh hasil empiris bahwa *return* yang diharapkan ternyata terkait dengan deviasi antara harga transaksi dan titik tengah kuotasi.

#### **2.4 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 efisien 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 penasihat 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 tercecceh 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* diseperti 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.

## 2.5 Kerangka Konseptual

### 2.5.1 *Event Study*

Untuk menentukan reaksi harga saham terhadap rubrik REKOMENDASI yang dipublikasikan oleh harian *Kontan*, peneliti menggunakan metodologi *Event Study* (studi peristiwa).

Seperti diungkapkan de Jong (2007), *Event Study* merupakan alat yang penting dalam bidang keuangan. Banyak literatur keuangan perusahaan yang terkait dengan penilaian sebuah korporasi dan perubahan nilai korporasi akibat dari, misalnya, perubahan struktur modal. Secara umum, nilai dari sebuah korporasi itu sulit untuk diukur. Namun, jika ada sebuah pasar yang efisien untuk saham korporasi, maka dampak dari keputusan itu dapat diukur dengan mengukur perubahan harga saham pada periode tertentu, ketika keputusan tersebut menjadi pengetahuan publik.

Meskipun sebuah peristiwa dapat dipelajari dengan beragam cara, literatur keuangan perusahaan telah mengambil pendekatan yang didasarkan atas tes

statistik terkait tingkat pengembalian tidak normal (*abnormal return*) yang signifikan disekitar peristiwa itu. Jenis pendekatan ini berperan penting dalam analisa investasi. Sebagai contoh, adalah keputusan investasi seseorang yang ditetapkan atas dasar pelepasan saham perdana ke publik atau *Initial Public Offering* (IPO).

Untuk menjelaskan apa sebenarnya *Event Study* itu, de Jong mengambil jurnal yang diterbitkan oleh Fama, Fisher, Jensen, dan Roll atau FFJR (1969) sebagai ilustrasi. Mereka adalah pioner untuk metodologi *Event Study*.

FFJR mempertimbangkan perilaku pergerakan harga saham pada waktu disekitar pengumuman *Stock Split* (pemecahan saham). Mereka mulai dengan menyampaikan pertanyaan, apakah harga saham berbeda antara harga ketika ada pengumuman *stock split* dengan periode normal?

Untuk menjawab isu ini, FFJR membandingkan *return* dari seluruh saham yang ada di sekitar hari terjadinya peristiwa, atau dalam hal ini adalah hari dimana diumumkannya *stock split* (*actual return*) dan *expected return* (*return* yang diharapkan). Perbedaan antara *actual return* dengan *expected return* merupakan *Abnormal Return*.

Oleh karena itu, mempelajari dampak dari rangkaian *return* suatu perusahaan, dalam kasus ini *stock split*, merupakan hal yang sangat tidak informatif, sebab *return* itu bersifat stokastis. Atas dasar itu, FFJR mengakumulasikan *abnormal return* atas semua *stock split* yang menjadi sampel. Tes statistik kemudian dilibatkan untuk menguji hipotesis bahwa secara rata-rata, *return* disekitar tanggal kejadian tidak berbeda dengan *expected return*-nya.

Ada banyak kejadian menarik disamping *stock split* yang dapat dipelajari. De Jong menuturkan ada tiga langkah yang perlu dilakukan dalam melakukan *Event Study*. *Pertama*, mengidentifikasi kepentingan dan periode waktu pada setiap kejadian. *Kedua*, mengerucutkan pilihan model yang dapat dijadikan sebagai dasar acuan penentuan *Abnormal Return* sekitar tanggal kejadian. *Ketiga*, hitung dan analisa *Abnormal Return* disepertar tanggal kejadian.

Adapun Damodaran (2002) mengungkapkan, *Event Study* didesain untuk mengungkap reaksi pasar terhadap *excess return* yang terjadi di sekitar tanggal

penerbitan rekomendasi analis, termasuk yang dipublikasikan melalui media massa.

Ada lima tahapan dalam menggunakan metodologi *Event Study*:

1. *Event* atau peristiwa yang dipelajari sudah teridentifikasi secara jelas, dan tanggal dari *event* yang sedang dipelajari itu memang sudah ditandai dengan pasti. Asumsi yang dikenal dalam *Event Study* adalah waktu terjadinya *event* itu sudah diketahui dengan derajat kepastian yang pantas. Dengan demikian, pasar keuangan lebih bereaksi terhadap informasi terkait *event* itu, ketimbang *event* itu sendiri. Sebagian besar *Event Study* berada diseperti tanggal diumumkankannya rekomendasi.
2. Setelah tanggal atau waktu *event* itu diketahui, ada pengembalian (*return*) yang dihimpun disepanjang hari-hari itu bagi setiap perusahaan yang ada di dalam sampel. Untuk mendapatkannya, ada dua keputusan yang harus dibuat. *Pertama*, analis harus memutuskan apakah akan menghimpun *return* secara mingguan, harian, atau interval yang lebih pendek lagi. Ini terkait pada akurasi penetapan tanggal dari *event* itu dan secepat apa informasi yang diperoleh merefleksikan harga sahamnya. Semakin akurat, maka akan semakin pendek interval *return* yang dapat digunakan. *Kedua*, para analis juga harus menentukan periode *return*-nya, sebelum dan sesudah tanggal penerbitan rekomendasi.
3. Tingkat *return*, berdasarkan periodenya, disesuaikan dengan kinerja dan risiko pasar dalam mencapai *excess return* untuk setiap perusahaan pada sampel.
4. *Excess Return*, berdasarkan periodenya, dirata-ratakan untuk seluruh perusahaan dalam sampel dan hitung *standard error*-nya.

Dimana *Excess Return* (ER) untuk perusahaan *j* pada hari *t*,  $ER_{jt}$

$$ER_{jt} = R_{jt} - R_{mt} \quad (2.1)$$

Lalu Rata-rata *Excess Return* (AER) pada hari *t* ( $AER_t$ ) adalah

$$AER_t = \sum_{j=1}^{j=N} ER_{jt} / N \quad (2.2)$$

Dan *Standard Error* untuk *Excess Return* dirumuskan sebagai berikut

$$\sum_{d=1}^{d=n} \frac{(ER_{dt} - AER)^2}{(N - 1)} \quad (2.3)$$

$N$  merupakan jumlah *event* yang ada dalam sampel penelitian.

$R_{mt}$  adalah *return* pasar pada hari  $t$

$R_{jt}$  merupakan *return* saham  $j$  pada hari  $t$

- Pertanyaan apakah *excess return* disekitar tanggal pengumuman tidak sama dengan nol atau tidak berdampak terhadap rekomendasi yang diberikan, maka perhitungannya harus menggunakan *t-statistic* untuk setiap periodenya. *t-statistic* dapat diperoleh dengan membagi *Average Excess Return (AER)* dengan *standard error*. Jika *t-statistic* signifikan secara statistik, itu berarti rekomendasi yang diberikan memberikan dampak terhadap harga saham. Pertanda adanya *excess return* diperoleh dengan memperhitungkan apakah efeknya positif atau negatif.

### 2.5.2 Mengidentifikasi *Event*

De Jong (2007) menuturkan, *Event Study* senantiasa termotivasi oleh teori ekonomi. Misalnya, terkait perilaku tanggal pembagian dividen terhadap harga saham. Model Pasar Efisien yang paling sederhana saja memperkirakan bahwa penurunan harga adalah sama dengan nominal dividen yang dibayarkan.

Akan tetapi, ada banyak penelitian yang menunjukkan bahwa perubahan harga saham lebih kecil dibandingkan dividen yang dibagikan. Dalam contoh ini, penetapan waktu kejadian menjadi tidak penting. Dalam beberapa *Event Study* waktu dari kejadian lebih problematis. Sebagai contoh, tanggal pelaksanaan *stock split* kerap tidak memberikan pengaruh yang signifikan karena pengumuman rencana *stock split* sendiri sudah dilakukan jauh hari sebelum tanggal pelaksanaannya. Dengan demikian, sangat menarik menyikapi apa yang terjadi pada tanggal pengumuman rencana *stock split*, terutama untuk mendapatkan keuntungan dari *insider trading*.

Prosedur pengumuman biasanya dilakukan melalui pemasangan iklan di media massa atau sumber-sumber informasi keuangan lainnya yang dikenal publik. Ketidakpastian terkait tanggal pelaksanaannya kerap tidak dapat dihindari.

### 2.5.3 Model-model *Abnormal Return*

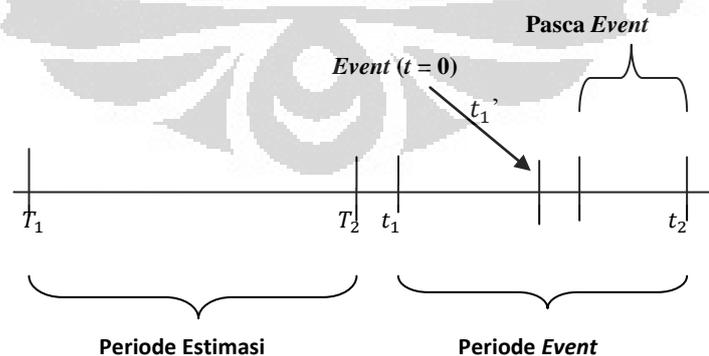
De Jong mengungkapkan bahwa ada banyak model yang dapat digunakan untuk menentukan *Abnormal Return*. Langkah penting dalam menetapkan *Abnormal Return* adalah menentukan model yang menjadi tolok ukurnya. Itu penting karena banyak sekali variasi model yang tersedia dalam literatur.

Pada dasarnya, perbedaan antar setiap model itu terletak pada pemilihan tolok ukur model *return*-nya serta interval estimasinya. Atas dasar itu, *Abnormal Return* (*AR*) dirumuskan sebagai *Return* (*R*) dikurangi sebuah tolok ukur atau *Normal Return* (*NR*).

$$AR_{it} = R_{it} - NR_{it} \quad (2.4)$$

Untuk beberapa metode, penetapan *normal return* membutuhkan estimasi beragam parameter. Estimasi ini muncul pada periode estimasi,  $(T_1; T_2)$ , yang mendahului periode event,  $(t_1; t_2)$ .

Dimana periode *event* tersebut diindikasikan oleh  $t = 0$ . Dimana simbol  $t$  mewakili waktu terjadinya *event*, bisa dalam bentuk hari atau bulan, dan bukan dalam bentuk tanggalan kalender. Secara grafik, garis waktu di sekeliling *event* dapat digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 2.1** Visualisasi Garis Waktu Disekitar Peristiwa

Sumber: Jong (2007)

### 2.5.3.1 *Mean-adjusted returns*

Model pertama dalam penentuan *Abnormal Return* adalah *Mean-adjusted returns*. Dalam model ini, tolok ukurnya menggunakan rata-rata *return* pada beberapa periode, misalnya antara  $T_1$  dan  $T_2$ . Setelah itu, *return* didefinisikan sebagai:

$$NR_{it} = \frac{1}{T} \sum_{s=T_1}^{T_2} R_{is} \quad (2.5)$$

Dijelaskan bahwa  $T = T_2 - T_1 + 1$  adalah sama dengan jumlah periode waktu yang digunakan untuk menghitung rata-rata *return* (panjang dari periode estimasi). Pilihan periode yang menjadi tolok ukur adalah relatif. Dalam studi Influential, Brown dan Warner (1980) menggunakan periode yang dimulai dari 35 bulan dan berakhir pada 10 bulan sebelum *event*. Namun, Copeland dan Mayers (1982) lebih menyukai periode setelah *event*.

### 2.5.3.2 *Market Adjusted Returns*

Kelemahan pada metode *Mean-adjusted* adalah dihilangkannya pergerakan harga saham di pasar modal dari tolok ukur *return*. Jika ada event yang terjadi pada beberapa perusahaan yang berbeda namun terjadi pada satu titik waktu yang sama, maka hasilnya kemungkinan akan bias ketika pasar cenderung naik atau turun. Dalam kasus seperti itu, *Abnormal Return* yang signifikan akan dapat dideteksi, bukan karena *event*-nya, melainkan pada pergerakan harga sahamnya. Untuk memperbaiki penghilangan ini, maka *return* di indeks bursa saham,  $R_{mt}$ , dapat dipilih sebagai tolok ukur. Dengan demikian:

$$NR_{it} = R_{mt} \quad (2.6)$$

Hasil *Abnormal Return* menunjuk pada *Market-adjusted returns*. Yang penting adalah, indeks pasar yang mana yang akan dipilih. Untuk kasus Amerika Serikat, *return* pasar yang dipakai adalah rata-rata tertimbang dan nilai

indeks rata-rata tertimbang yang dicatat oleh CRSP (*Center for research in Security Prices*).

### 2.5.3.3 Market Model Residuals and CAPM

Metode *Market-adjusted returns* secara implisit mengasumsikan bahwa “beta” pada setiap saham itu sama dengan satu. Ini jelas tidak selalu berlaku pada setiap kasus, sehingga akan lebih baik jika kita memperhitungkan perbedaan “beta” dalam mendefinisikan *Abnormal Return*. Oleh sebab itu, cara terbaik untuk mendefinisikan *Abnormal Return* adalah menggunakan model residual pasar sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (2.7)$$

Dengan model ini, *Abnormal Return* didefinisikan sebagai residu atau tingkat kesalahan prediksi (*prediction error*) pada model berikut:

$$NR_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (2.8)$$

Dimana  $\alpha$  dan  $\beta$  adalah OLS (*Ordinary Least Square*/ Metode kuadrat terkecil) dari koefisien regresi. Periode di sekitar model pasar diestimasi berbeda pada beberapa studi, namun sebagian besar studi menggunakan sebuah periode estimasi yang mendahului periode *event* atau yang melingkupi (tetapi tidak termasuk di dalam) periode *event*.

Alternatif lain untuk model pasar adalah tipe CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), dimana *Excess Return* dirumuskan sebagai berikut:

$$ER_{it} - R_{ft} = \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{it} \quad (2.9)$$

Efek waktu yang disesuaikan dengan penanggalan kalender merupakan potensi masalah terhadap model pasar. Sudah banyak terdokumentasi bahwa *return* di setiap hari Senin lebih rendah, dan pada hari Jumat sedikit lebih tinggi dibandingkan hari-hari perdagangan lainnya. Jika *event* terklastrerkan pada hari-hari tersebut, maka *abnormal return*-nya akan bias. Solusi sederhana atas masalah

ini adalah memasukan *dummies* kalender ke dalam model pasar dari *Abnormal Return* (de Jong, Kemna, dan Kloek, 1992).

#### 2.5.4 Menganalisa *Abnormal Return*

Dalam menganalisa *Abnormal Return*, sudah dianggap cara konvensional melabeli hari terjadinya *event* dengan simbol  $t = 0$ . Oleh karena itu dari sekarang,  $AR_{i,0}$  digunakan sebagai simbol *Abnormal Return* pada hari terjadinya *event*. Lalu,  $AR_{i,t}$  menyatakan *Abnormal Return* pada periode  $t$  setelah hari terjadinya *event*.

Jika terdapat lebih dari satu *event* yang terkait dengan satu perusahaan atau suatu seri harga saham, mereka diperlakukan sebagai perusahaan yang berbeda. De Jong mempertimbangkan periode *event* yang berjalan antara  $t_1$  hingga  $t_2$ . Lalu asumsikan ada  $N$  perusahaan dalam sampel, lalu de Jong (2007) membangun sebuah matriks *Abnormal Return* dengan bentuk:

$$\begin{pmatrix} AR_{1,t_1} & AR_{N,t_1} \\ AR_{1,0} & AR_{N,0} \\ AR_{1,1} & AR_{N,1} \end{pmatrix}$$

Setiap kolom pada matriks ini menunjukkan *Abnormal Return* untuk sebuah perusahaan berdasarkan urutan waktu (*time series*), dimana indeks waktu  $t$  dihitung dari hari terjadinya *event* (*event date*). Setiap baris adalah *cross section* dari *Abnormal Return* untuk periode waktu  $t$ .

Dalam hal mempelajari perubahan harga saham di sekitar *event*, setiap data *return* perusahaan harus dianalisa secara terpisah. Akan tetapi, hal itu tidaklah terlalu informatif karena banyak pergerakan harga saham disebabkan oleh informasi yang tidak ada kaitannya dengan *event* yang sedang dipelajari. Keinformatifan analisa adalah membuat rata-rata informasi atas beragam perusahaan. Rata-rata *Abnormal Return cross-sectional* yang tidak tertimbang pada periode  $t$  dipertimbangan sebagai berikut:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2.10)$$

Deviasi yang besar pada Rata-rata *Abnormal Return* (AAR) dari indikasi yang nihil suatu kinerja abnormal. Sebab *Abnormal Return* ini seluruhnya terpusat di sekitar satu *event* khusus, rata-rata harus merefleksikan *event* yang khas. Seluruh informasi lain, yang tidak berkaitan dengan itu, sebaiknya dikeluarkan dari rata-ratanya.

Seringkali, orang tertarik tidak hanya pada kinerja di hari terjadinya *event*, tetapi juga periode yang lebih panjang di sekitar *event*. Cara yang biasa untuk melakukan studi atas kinerja pada interval yang lebih panjang adalah menggunakan nilai tengah kumulatif *Abnormal Return* (*Cummulative Abnormal Return/ CAR*), dimana *Abnormal Return* diagregasi mulai dari periode *event*,  $t_1$ , hingga  $t_2$ , sebagai berikut:

$$CAR_i = AR_{i,t_1} + \dots + AR_{i,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2.11)$$

Dengan demikian, dalam *event study* CAR diagregasi oleh *event* yang *cross section* untuk memperjelas *Cummulative Average Abnormal Returns* (CAAR):

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i \quad (2.12)$$

Dengan catatan, CAAR dapat juga dijelaskan dengan mengagregasi  $AAR_t$  sepanjang waktu seperti yang ditunjukkan pada persamaan 2.11 dan 2.12:

$$CAAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (2.13)$$

### 2.5.5 Menguji Pergerakan yang Abnormal

Tes ini didesain untuk menjawab pertanyaan, apakah AR yang dihitung secara signifikan tidak sama dengan nol. Hipotesa nol ( $H_0$ ) yang diuji adalah

$$H_0 : E(AR_{it}) = 0 \quad (2.14)$$

Tes statistik mana yang paling layak akan sangat tergantung pada cara mengkonstruksi *Abnormal Return* dan pada perangkat statistik *return* sebuah

saham. Ada beberapa tes statistik yang paling banyak digunakan oleh para peneliti ketika menjalani sebuah *event study*.

### 2.5.5.1 T-test

Tes yang paling umum digunakan untuk menguji  $H_0$  (tidak ada *Abnormal Return*), atau pada persamaan 2.14, yakni *simple t-test*. Secara spesifik, asumsi bahwa *Abnormal Return* ( $AR_{it}$ ) yang secara bersamaan menjadi *average Abnormal Return* ( $AAR_t$ ) adalah terdistribusi secara independen. Ini diasumsikan terdistribusi normal dengan nilai tengah nol (dibawah  $H_0$ ) dan *variance*  $\sigma_2$ .

Asumsi independen mengimplikasikan semua *Abnormal Return* adalah tidak berkorelasi secara *cross sectional*:  $E(AR_{it} AR_{jt}) = 0$  untuk  $i \neq j$ . Oleh karena itu, *variance* dari  $AAR_t$  adalah sama dengan  $1/N$  kali *variance* dari satu *Abnormal Return*. Jadi  $AAR_t \sim N(0, \sigma_2^2/N)$ . Jika  $\sigma_2$  diketahui, tes statistik untuk  $H_0$  adalah:

$$Z = \sqrt{N} \frac{AAR_t}{\sigma_2} \sim N(0, 1) \quad (2.15)$$

Di bawah asumsi tersebut,  $Z$  mengikuti distribusi normal standar. Dalam prakteknya,  $\sigma_2$  tidak diketahui. Estimator  $\sigma_2$  dapat dibangun dari *variance cross sectional Abnormal Return* pada periode  $t$ :

$$S_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (AR_{it} - AAR_t)^2} \quad (2.16)$$

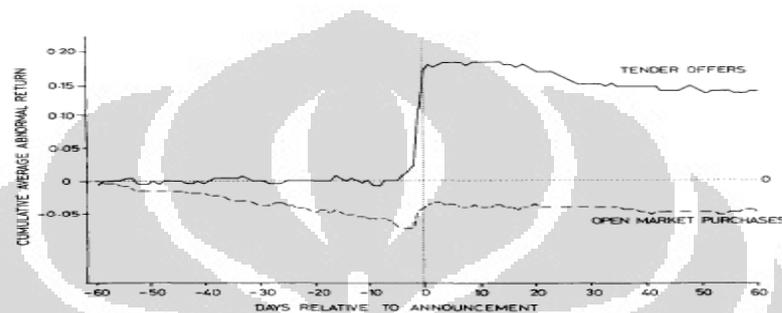
Ini menghasilkan uji statistik berikut ini untuk *Abnormal Return* rata-rata:

$$G = \sqrt{N} \frac{AAR_t}{S_t} \sim t_{N-1} \quad (2.17)$$

Di bawah asumsi tersebut, uji statistik mengikuti *student t-distribution* dengan *degree of freedom*  $N-1$ . Namun, ada bukti kuat bahwa *return* saham tidak memenuhi kenormalan asumsi yang diberlakukan untuk mendasari distribusi uji statistik  $Z$  dan  $G$ .

FFJR menyediakan sebuah titik distribusi empiris dari *Abnormal Return* pada studi mereka. Mereka membuat grafik fungsi distribusi empiris terhadap fungsi distribusi normal. Jika distribusi empiris normal, grafik ini akan mendekati

garis lurus. Akan tetapi, seperti yang terlihat pada Gambar 1, ujung ekstrem dari distribusi terlihat lebih rata dibanding distribusi normal. Ini mengindikasikan bahwa ada observasi yang lebih luas dan ekstrim dibandingkan yang telah diprediksi oleh normal distribusi. Fenomena ini diobservasi pada hampir semua return saham dan secara umum menunjukkan leptokurtosis atau distribusi dengan ekor yang tebal.



**Gambar 2.2 Kumulatif Rata-rata Abnormal Return Menurut Fama, Fisher, Jensen, dan Roll (1969)**

Sumber: Jong (2007), page: Appendix 1

Catatan: Gambar ini menunjukkan kumulatif rata-rata *abnormal return* 60 hari sebelum hari pengumuman hingga 60 hari setelah pengumuman dari 131 sampel pembelian melalui tender offer dan 243 pembelian di pasar terbuka.

Jika *return* saham tidak mengikuti distribusi normal, maka dapat dikatakan  $G$  mengikuti distribusi *Student-t* tidak dapat dipegang lagi. Jika kita tetap memegang asumsi bahwa *Abnormal Return* itu independen dan memiliki *mean* dan *variance* yang sama, maka itu dapat dilihat dalam sampel besar, dimana  $G$  mengikuti sebuah distribusi normal standar. Ini menghasilkan *Central Limit Theorem*, yang menyatakan bahwa di bawah asumsi:  $\sqrt{N}$  kali rata-rata, dibagi oleh standar deviasi variabel acak. (de Jong, 2007).

$$G = \sqrt{N} \frac{AAR_t}{S_t} \approx N(0,1) \quad (2.18)$$

Oleh karena itu, jika  $N$  cukup besar, *quantile* (suatu formula yang membagi suatu daftar angka menjadi 5 bagian) dari distribusi normal dapat

digunakan sebagai nilai kritis (*critical value*) untuk *T-test*. Dalam *event study*,  $N > 30$  adalah cukup untuk keperluan ini. Sebagai contoh, untuk sebuah tes pada *confidence level* 5 persen, *critical value*-nya adalah 1,96. Jadi, jika  $G > 1,06$  atau  $G < -1,96$ , maka  $H_0$  dari *Abnormal Return* ditolak. Untuk setidaknya *confidence level* 10 persen, *critical value* 1,67, dan untuk 1 persen *critical value*-nya 2,36. (de Jong, 2007).

## 2.6 Penelitian-penelitian Sebelumnya

Dalam sub bab ini akan dipaparkan beberapa penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya. Akan tetapi, tidak semua penelitian akan disebutkan dalam kesempatan ini. Hanya penelitian yang berkaitan dengan penggalan 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.

### 2.6.1 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.

#### 2.6.1.1 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 Recommendation*.

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:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt}) \quad (2.19)$$

$AR_{jt}$  adalah *Abnormal Return* untuk saham  $j$  pada hari ke- $t$ , adapun  $R_j$  merupakan *Return* untuk saham  $j$  pada hari  $t$ . Adapun koefisien yang ditunjukkan dengan  $\alpha_j$  dan  $\beta_j$  adalah koefisien 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 kolom 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 kolom 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.<sup>1</sup>

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 analis itu tidak terjadi, antara lain mengingatkan wartawan yang mewawancarai analis untuk tidak memberitahukan tanggal penerbitan HOTS.<sup>2</sup>

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

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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)

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.

#### **2.6.1.2 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 terkumpul 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 analisis 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 2.1 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.

**Tabel 2.1**  
**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:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (2.20)$$

Dimana

$R_{it}$  = *return* dari saham perusahaan  $i$  pada hari  $t$

$R_{mt}$  = *return* rata-rata tertimbang yang diterbitkan CRSP pada hari  $t$

$\epsilon_{it}$  = *error stochastic* untuk perusahaan  $i$  pada hari  $t$

$\alpha_j, \beta_{jt}$  = 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:

$$PE_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2.21)$$

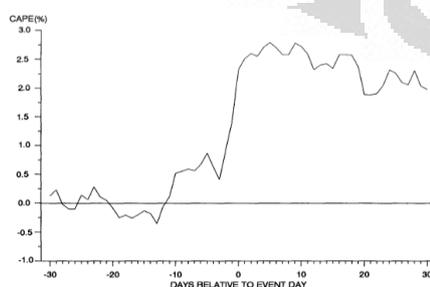
Untuk mendapatkan hasil menyeluruh pada satu hari tertentu, maka dibutuhkan rata-rata PE atau APE (*Average Prediction Error*). Namun untuk menentukan akumulasi APE dalam keseluruhan periode maka diperlukan data kumulatif APE (*CAPE*).

$$APE_t = \frac{1}{N} \sum_{i=t}^N PE_{it} \quad (2.22)$$

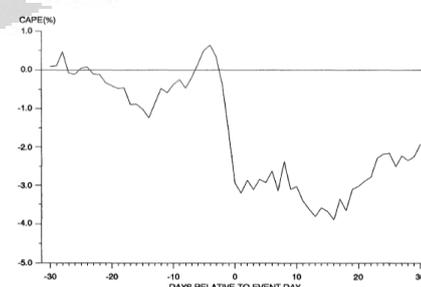
$$CAPE_k = \sum_{t=30}^k APE_t \quad (2.23)$$

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 2.4 dan Gambar 2.5.

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 2.3 dan 2.4.



**Gambar 2.3 Rekomendasi Beli**



**Gambar 2.4 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 diwawancarai 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.<sup>3</sup>

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.

---

<sup>3</sup> 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).

*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.<sup>4</sup>

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.

---

<sup>4</sup> 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).

## 2.6.2 Penelitian di Dalam Negeri

### 2.6.2.1 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 metodologi *event study*, data-data yang diperlukan meliputi: tanggal kejadian, data IHSI masing-masing saham sampel, dan data IHSG. Tanggal kejadian yang 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 *confounding effect*, serta menggunakan data dari bursa dengan efisiensi pasar yang mungkin masih rendah. Oleh karenanya, pada penelitian selanjutnya, hal-hal tersebut perlu menjadi perhatian.

#### **2.6.2.2 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.

Labanya 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.

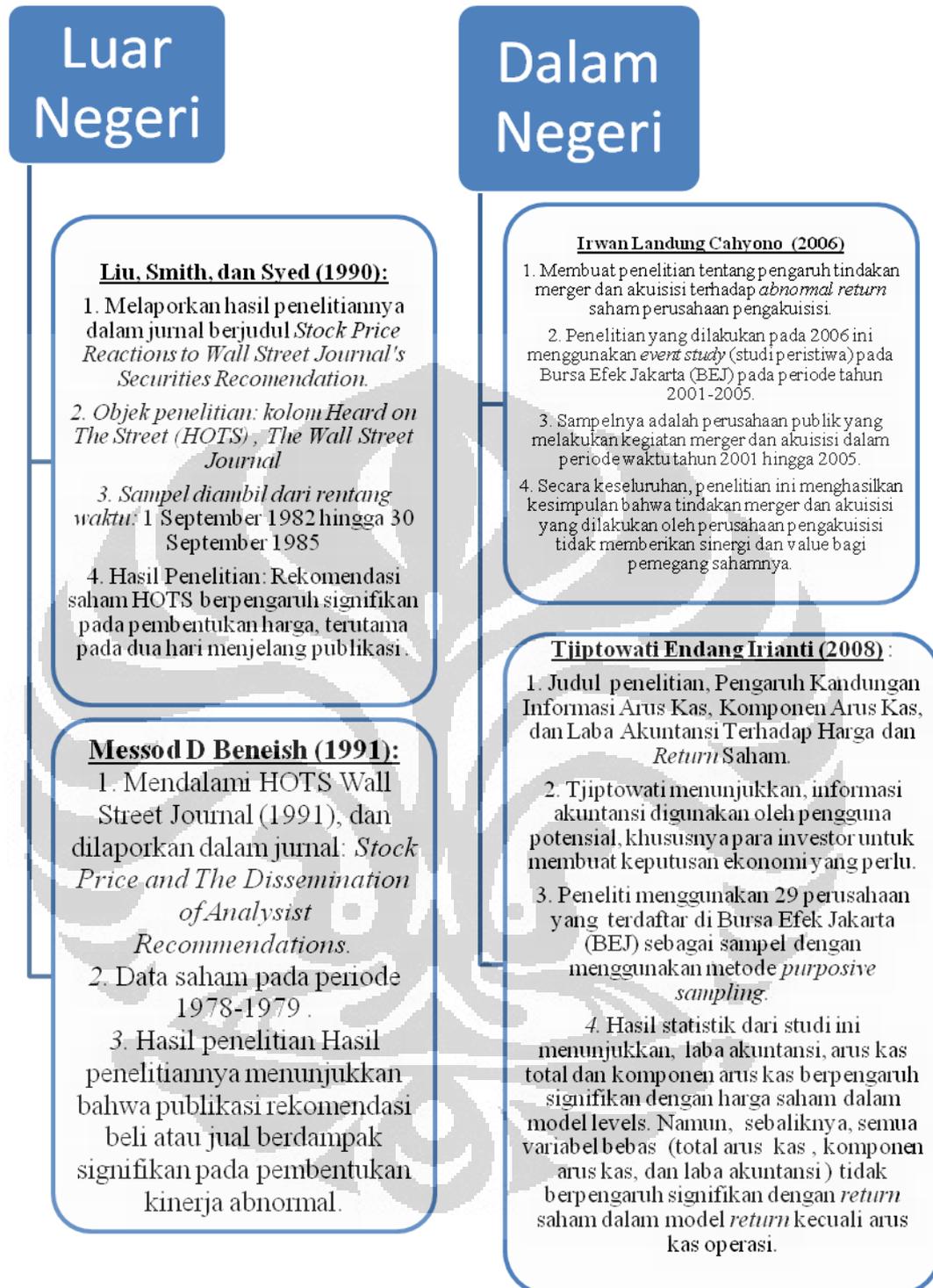
Data akuntansi memang tidak menjadi alat ukur satu-satunya untuk menganalisis kondisi fundamental emiten dalam menentukan keputusan perdagangan di pasar modal. Akan tetapi, informasi akuntansi ini dibutuhkan dalam membuat keputusan di pasar modal.

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 laporan keuangan yang telah diaudit pada tahun 2005 dan 2006. Sementara, metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis 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 2.5.



**Gambar 2.5 Penelitian-penelitian Sebelumnya**

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

## 2.7 **Harian *Kontan***

*Kontan* merupakan surat kabar atau koran yang diterbitkan secara berkala setiap hari, kecuali hari minggu. Harian ini berada dalam satu payung atau satu ruang redaksi dengan tabloid *Kontan* yang sudah lahir lebih dahulu. Bukan hanya dua produk itu saja yang diusung dengan nama *Kontan*, masih ada dua media massa lain yang juga diterbitkan pada kelompok ini yakni *Edisi Khusus Kontan* dan *Kontan Online*.

Khusus untuk sumber penelitian ini, terbitan *Kontan* yang dipakai adalah *Harian Bisnis* dan *Investasi Kontan* serta *Kontan Online*. *Kontan Online* dapat diakses di situs yang beralamatkan [www.kontan.co.id](http://www.kontan.co.id).

### 2.7.1 ***Kontan* Cetak**

Sebagai tabloid mingguan, *Kontan* sudah beredar sejak tahun 1996, namun sebagai koran harian, *Kontan* mulai beredar di pasar pada 2007. Harian *Kontan* menitikberatkan isi pada masalah ekonomi dan bisnis, dengan membidik segmen menengah atas yang membutuhkan referensi terpercaya untuk mengembangkan bisnis. Dan seperti halnya tabloid *Kontan*, harian ini pun menempatkan diri sebagai media untuk semua pihak dan berusaha bersikap adil dalam menjalankan kebijakan editorialnya. (*Kontan, Disclaimer, 2000*). Berikut ini spesifikasi singkat terkait harian *Kontan*:

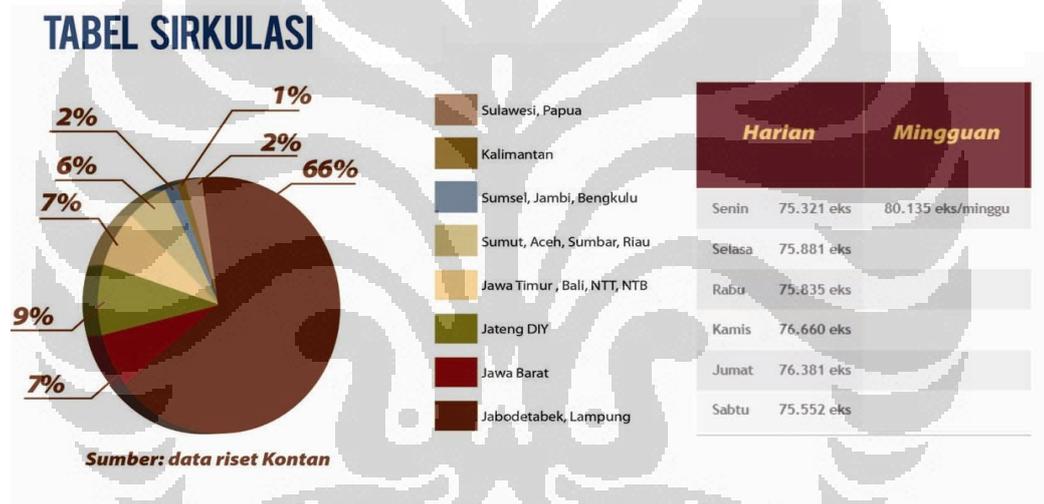
Format	:	Koran
Periode terbit	:	6 hari dalam 1 minggu
Ukuran	:	7 kolom (38 X 59 cm)
Jumlah	:	24 halaman (max.32 halaman)
Kategori	:	Media khusus ekonomi dan bisnis
Situs	:	<a href="http://www.kontan.co.id">www.kontan.co.id</a>
E-mail redaksi	:	<a href="mailto:red@kontan.co.id">red@kontan.co.id</a>
Telepon	:	(6221) 53679599, 59679909
Fax	:	(6221) 53699080

**Gambar 2.6 Spesifikasi Harian *Kontan***

Sumber: *Kontan, Disclaimer (2000)*

Adapun secara demografi, harian *Kontan* menysasar pembaca dengan jenis kelamin pria dan wanita yang berusia 27 tahun ke atas. Para pembaca itu diharapkan berprofesi sebagai pengusaha, eksekutif, eksekutif perbankan, pegawai pemerintah, analis pasar, dan investor. Pembaca *Kontan* diperkirakan merupakan individu yang memiliki ketertarikan pada *personal security* (keamanan pribadi) dalam arti luas, baik keamanan keuangan, keamanan sosial, keamanan intelektual, dan keamanan politik. (*Kontan, Disclaimer, 2000*).

Berdasarkan survei pertama (sejak harian *Kontan* didirikan) yang dilakukan pada 13 Desember 2011, diketahui beragam informasi yang terkait dengan profil pembaca *Kontan*, baik harian *Kontan* maupun media massa lain dalam satu kelompok usahanya. Sirkulasi dan oplah harian *Kontan* dapat ditunjukkan melalui gambar berikut ini:



**Gambar 2.7 Sirkulasi Harian *Kontan***

Sumber: *Marketing dan Communication* Kelompok Media *Kontan*, Jakarta (13 Januari 2012), Slide No: 7.

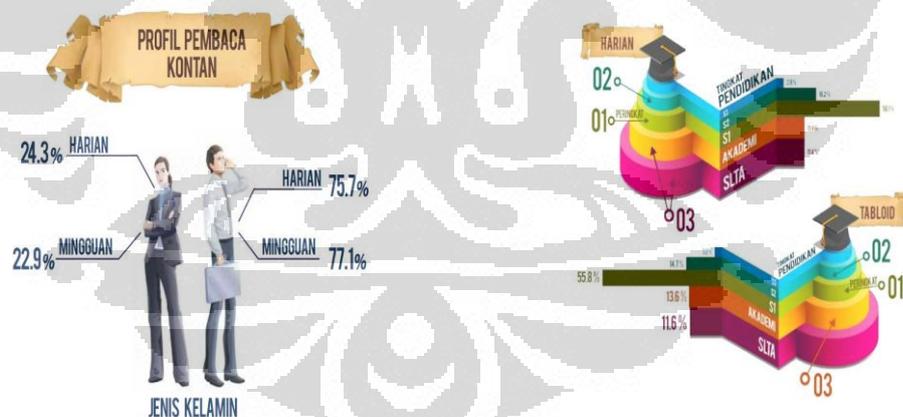
Secara detail, survei pembaca *Kontan* juga menunjukkan profil pembaca Harian *Kontan* berdasarkan jenis pekerjaannya, yang dibandingkan dengan Tabloid *Kontan*. Hal tersebut dideskripsikan pada Gambar 2.8.



**Gambar 2.8 Profil Pembaca Harian Kontan**

**Sumber:** *Marketing dan Communication Kelompok Media Kontan*, Jakarta (13 Januari 2012), Slide No: 10.

Lebih jauh, hasil survei yang mulai disosialisasikan pada awal Januari 2012 ini juga menyebutkan pembagian pembaca berdasarkan jenis kelamin dan tingkat pendidikannya. Gambaran profil jenis kelamin dan pendidikan para pembaca *Kontan* dipaparkan dalam ilustrasi berikut ini:



**Gambar 2.9 Jenis Kelamin dan Pendidikan Pembaca Kontan**

**Sumber:** *Marketing dan Communication Kelompok Media Kontan*, Jakarta (13 Januari 2012), Slide No: 10.

Para pembaca *Kontan* tersebut dibagi lagi berdasarkan usianya, seperti yang digambarkan dalam ilustrasi berikut ini:



**Gambar 2.10** Usia Pembaca *Kontan*

**Sumber:** *Marketing dan Communication Kelompok Media Kontan*, Jakarta (13 Januari 2012), Slide No: 11.

### 2.7.2 *Kontan Online*

Laporan survei pembaca yang dilakukan pada 13 Desember 2011 ini juga menunjukkan profil pembaca pada *Kontan Online*, atau *Kontan* yang hanya bisa diakses melalui internet. *Kontan Online* pertama kali muncul pada tahun 2008 dengan format *e-paper*, atau tampilan *Kontan* versi cetak yang disajikan melalui internet. Saat itu, *Kontan* termasuk pelopor *e-paper* di Indonesia (*Marketing dan Communication Kontan*, 2012).

Pada tahun 2010, *Kontan Online* dikembangkan menjadi portal finansial pertama di Indonesia. Adapun isi *Kontan Online* setelah menjadi portal finansial meliputi: *Pertama, News*, yakni berita-berita terbaru seputar pasar modal, perbankan, bisnis, peluang usaha, dan ekonomi makro.

*Kedua, Data*, berisikan data-data transaksi dan indeks saham, data indikator ekonomi makro, data kinerja industri, serta kinerja keuangan emiten. *Ketiga, Financial Tools*, bisa digunakan untuk mengecek kuotasi harga saham, berisi juga aplikasi simulasi saham, memeriksa *return* reksadana dan *unitlink*, bunga deposito, aplikasi *risk profile meter*, dan aplikasi *financial diagnosis*.

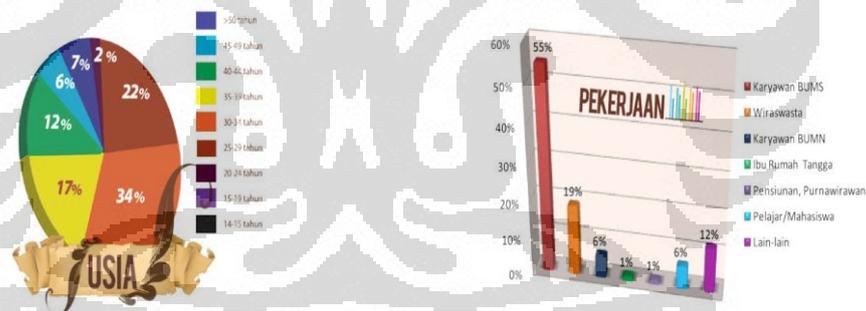
Survei *Kontan* yang sama menunjukkan bahwa sebagian besar pengakses *Kontan Online* adalah Pria, seperti yang diilustrasikan dalam gambar berikut ini:



**Gambar 2.11 Jenis Kelamin Pengakses *Kontan Online***

**Sumber:** *Marketing dan Communication Kelompok Media Kontan*, Jakarta (13 Januari 2012), Slide No: 12.

Lebih jauh lagi, survei yang sama juga menyajikan data tentang jenis pekerjaan dan tingkat pendidikan dari para pengakses *Kontan Online*. Hal tersebut disajikan dalam gambar berikut ini:



**Gambar 2.12 Usia dan Jenis Pekerjaan Pengakses *Kontan Online***

**Sumber:** *Marketing dan Communication Kelompok Media Kontan*, Jakarta (13 Januari 2012), Slide No: 12.

Adapun jumlah kunjungan (*visit*) para pengakses *Kontan Online* mencapai 74.953 *visit* dalam sehari atau 1.488.513 *visit* dalam sebulan (data bulanan *Marketing dan Communication Kontan*, 22 Agustus 2011). Sementara *Pageview* untuk *Kontan Online* sendiri mencapai lebih dari 7.133.897 kali dan dengan

*unique visitors* mencapai 553.457 per hari dan rata-rata lama pada setiap kunjungannya selama 8 menit 48 detik.

Definisi statistik pada sebuah situs seperti *Kontan Online* diterangkan oleh sumber terbuka (*opensource*) pelacak statistik situs internet, yakni *Advance Web Statistic (AWStats)*. *AWStats* mengartikan *visit* sebagai kunjungan baru pengakses situs yang teridentifikasi tidak mengakses pada 60 menit sebelumnya (<http://www.nltechno.com/awstats/awstats.pl?config=destailleur.fr>, 2012).

Adapun *pageview* didefinisikan sebagai jumlah atau frekuensi dimana sebuah halaman situs diakses para pengaksesnya. Ini berbeda dengan *hits* yang menghitung seluruh kunjungan dalam sebuah situs, baik saat membuka teks, gambar, atau tabel. *Pageview* hanya menghitung jumlah kunjungan pada halaman situs yang berisi teks (<http://www.nltechno.com/awstats/awstats.pl?config=destailleur.fr>, 2012).

Perangkat statistik lain yang digunakan adalah *unique visitors*. *AWstats* mendefinisikannya sebagai jumlah kunjungan yang berbasiskan pada *IP Address (Internet Protocol Address)* atau alamat numerik yang ditetapkan untuk sebuah komputer yang berpartisipasi dalam jaringan komputer ([http://opensource.telkomspeedy.com/wiki/index.php/IP\\_address](http://opensource.telkomspeedy.com/wiki/index.php/IP_address), 2012). Dengan demikian, *unique visitor* dicacah dengan mencatat nomor identitas komputernya.

Lebih jauh, manajemen *Kontan* pun telah melebarkan kehadirannya di dunia maya dengan membuat akun khusus pada dua jejaring sosial, yakni *facebook (fanpage)* dan *twitter (follower)*. Per 22 Agustus 2011, jumlah pengikut dalam *fanpage Kontan* di situs *facebook* sudah mencapai 21.460 pengikut, sedangkan pengikut pada akun *twitter* mencapai 25.890 *followers*.

### 2.7.3 Manajemen

Saat ini, *Kontan* diedarkan oleh PT Grahanusa Mediatama. Pemimpin tertinggi di jajaran redaksinya dipegang oleh Ardian Taufik Gesuri, yang sekaligus memimpin *Tabloid Kontan* (yang terbit mingguan) dan *Harian Kontan*.

Dalam industri surat kabar, *Kontan* menjadi salah satu anak usaha *Kelompok Kompas Gramedia (KKG)*. *Corporate Communications Kompas Gramedia*, Nugroho F. Yudho menyatakan, kelompok usaha ini mengawali

bisnisnya dari sebuah majalah saku bernama Intisari lalu tumbuh dan berkembang menjadi sebuah jaringan bisnis komunikasi yang terintegrasi. Perkembangan teknologi yang begitu pesat telah mengubah pola dan periode kerjanya secara signifikan. Ketika merintis penerbitan media pada tahun 1963, periode terbitnya hanya sebulan sekali, tetapi saat ini pola bisnisnya dikelola dalam hitungan detik. ([www.kompasgramedia.com/aboutkg/overview](http://www.kompasgramedia.com/aboutkg/overview), 2000).

Seiring terjadinya revolusi teknologi dalam bidang komunikasi dan teknik cetak-mencetak, tuntutan kreasi dan inovasi terhadap keberadaan media komunikasi pun semakin beragam. Untuk memenuhi tuntutan itu, KKG menyediakan berbagai media mulai dari surat kabar, majalah, tabloid, buku, radio, media *online*, jaringan toko buku, hingga sarana pendidikan. Selain itu, kelompok ini mengembangkan usahanya pada jenis usaha lain seperti jaringan hotel, jaringan percetakan, tempat pameran, kegiatan kebudayaan, pelaksana acara, properti, jalan tol, dan pabrik tisu.

Dua tokoh perintis *Kompas Gramedia* adalah Jakob Oetama yang kini menjadi Presiden Komisaris *Kompas Gramedia* dan almarhum PK Ojong. Ojong adalah keturunan imigran dari Quemoi, sebuah pulau yang menjadi salah satu sumber persengketaan antara China dan Taiwan.

Dia sempat sukses menjadi pedagang tembakau di Payakumbuh, sebelum hijrah ke Jakarta dan menjadi guru di Sekolah Dasar (SD) katolik Budi Mulya. Ojong lalu menjadi wartawan *Lance Star* sampai akhirnya menjadi pemimpin redaksinya pada tahun 1946, sambil bekerja di perusahaan penerbitan PT Kinta. Pada 1947, Ojong bergabung dengan surat kabar *Kengpo*, media komunitas China berbahasa Indonesia.

Sepuluh tahun kemudian, pada tahun 1957, *Kengpo* dibredel oleh Soekarno dan sejak itu Ojong menjadi orang yang giat bergerak di bidang intelektual, pers serta budaya. Dia adalah salah satu penandatangan piagam asimilasi pada tahun 1960. Dalam salah satu aktivitas itu dia bertemu dengan Jakob Oetama pada tahun 1958, dalam sebuah pertemuan Ikatan Sarjana Katolik (ISKA) Indonesia.

Jakob Oetama sendiri adalah anak keluarga guru, yang bersekolah di seminari Mertoyudan lalu mengikuti jejak ayahnya dengan menjadi guru Sekolah

Menengah Pertama (SMP) Mardiyuwana di Cipanas pada tahun 1952, lalu pindah ke SMP Van Lith Jakarta pada tahun 1953. Tidak lama menjadi guru, Jakob bergabung dengan majalah Penabur sambil meneruskan kuliah dan akhirnya lulus dari jurusan komunikasi massa Universitas Gadjah Mada (UGM).

Sepulangnya dari Amerika Serikat, Jakob bersama Ojong membangun sebuah majalah yang diberi nama *Intisari* pada tahun 1963, dibantu oleh Irawati dan Adisubrata. Karena aktivitas Ojong dan Jakob di ISKA, keduanya lalu diminta oleh Frans Seda (menteri keuangan masa kepemimpinan awal Presiden Republik Indonesia Soeharto) mendirikan surat kabar.

Pada tahun 1965, *Kompas* didirikan, hanya dengan modal satu buah mesin ketik sumbangan Ojong, sebuah pesawat radio milik Jakob dan sebuah mobil Pickup milik I.J. Kasimo. Awalnya surat kabar itu akan diberi judul *Bentara Rakyat*.

Namun ketika Frans Seda melaporkan rencana penerbitan surat kabar itu ke Presiden Soekarno, nama *Bentara Rakyat* tidak disetujui. Bung Karno lalu meminta agar surat kabar itu diberi nama *Kompas*, yang artinya penunjuk arah. Untuk memperkuat sirkulasi dan distribusi *Kompas*, Ojong memanfaatkan jaringan *Kengpo*, tempatnya bekerja sebelumnya.

Setelah lima tahun berdiri, pada tahun 1970 Ojong dan Jakob membangun lagi satu pilar usaha, untuk mewujudkan cita-cita bersuara di bidang komunikasi, dengan membangun toko buku pertama di Jakarta. Setelah lancar dengan toko buku, keinginan berkembang semakin kuat. Pada tahun 1972, muncul lah beberapa usaha lain yaitu *Percetakan Gramedia*. Percetakan dibuat dengan tujuannya menghindari ketergantungan pada percetakan lain. Pada tahun yang sama, *Kompas* mendirikan *Radio Sonora*.

Karena telah memiliki percetakan sendiri, mulai 1973, muncul majalah *Bobo* (lisensi Belanda) dan majalah remaja *Midi* (yang sekarang menjadi *Hai*). Perusahaan penerbitan mulai berkembang pesat setelah pendidikan mulai menjadi perhatian pemerintah Orde Baru lewat proyek-proyek buku Inpres. Selain buku anak, bacaan fiksi dan non fiksi serta buku-buku terjemahan mulai dikembangkan. Belakangan ini lah yang menjadi cikal bakal dari berkembangnya penerbitan hingga mencapai delapan penerbitan saat ini, salah satunya kelompok *Kontan*.

## 2.8 Rekomendasi *Kontan*

REKOMENDASI *Kontan* merupakan salah satu rubrik yang selalu hadir dalam lima dari enam penerbitan setiap minggu. Rubrik ini hadir mulai hari senin hingga jumat. Pada hari sabtu, *Kontan* tetap terbit, namun tidak ada rubrik REKOMENDASI-nya.

Pada awalnya, rubrik REKOMENDASI ditempatkan pada bagian pojok kanan bawah di Halaman 1 Harian *Kontan*. Belakangan, rubrik ini mengalami beberapa kali modifikasi hingga pada akhirnya menempati posisi sekarang, yakni di sisi kiri Halaman 1.

Selain itu, pada awalnya, desain rubrik Rekomendasi sangat sederhana, hanya dibatasi garis hitam tanpa warna lain. Sekarang, rubrik ini jauh lebih menarik karena dibubuhi warna-warni. Setiap jenis rekomendasinya pun dibedakan berdasarkan warna, sehingga dapat dilihat secara selintas.

Untuk rekomendasi *Beli* diberi warna hijau, untuk rekomendasi *Jual* diberi warna merah, dan untuk rekomendasi *Tahan* diberi warna kuning. Adapun untuk rekomendasi netral diberi warna abu-abu. Perbedaan ini membuat pelaku pasar modal atau calon investor yang baru berencana memasuki pasar modal dapat dengan cepat melihat rekomendasinya.

Rubrik REKOMENDASI ini pada awal penerbitannya tidak terkait langsung dengan halaman Investasi yang ada di halaman 4-5 harian *Kontan*. Namun, dalam perkembangannya, setiap rekomendasi yang dibuat di halaman 1 akan diarahkan pada penjelasan yang lebih mendetail di halaman 4 atau 5. Jika sebelumnya cukup hanya dengan rekomendasi dari maksimal dua orang analis, kini redaksi *Kontan* membubuhkan minimal tiga orang analis untuk memberikan rekomendasi atas satu atau lebih dari satu saham.

Data yang diambil untuk keperluan penelitian ini diambil dari Harian *Kontan* edisi *online*, atau *Kontan Epaper*. Ini dilakukan karena hingga saat ini, redaksi Harian *Kontan* belum memiliki induk data yang memadai, terutama data historis. Dengan demikian, data rekomendasi tersebut harus dibangun sendiri oleh peneliti.

Pada hari-hari tertentu, biasanya hari senin, rekomendasi yang diberikan tidak hanya untuk satu emiten saja, melainkan empat emiten. Keempat emiten ini dikelompokkan berdasarkan isu-isu yang menjadi persamaannya. Misalnya, emiten tambang yang tergolong menjanjikan untuk dikoleksi, maka yang dibahas dalam rubrik REKOMENDASI adalah saham-saham tambang, bisa ANTM (Aneka Tambang), PTBA (PT Tambang Batubara Bukit Asam), ADRO (Adaro Energy), atau TINS (PT Timah).

Jumlah rubrik REKOMENDASI bisa saja kurang dari lima dalam satu minggu, jika di tengah hari kerja ada hari libur. Sebab, pada hari libur, harian *Kontan* tidak terbit.



**Gambar 2.13 Perbedaan Format Kontan Lama dan Baru**

**Sumber:** *Marketing dan Communication Kelompok Media Kontan, Jakarta (13 Januari 2012),*

Slide No: 5.

## 2.9 Bursa Efek Indonesia

Friderica Widyasari Dewi, Direktur Pengembangan BEI (*IDX Newsletter*, 2010) menyatakan, manajemen BEI berusaha mengejar target jumlah investor pasar modal menjadi 2,3 juta investor pada tahun 2012. Target tersebut dirasakan BEI sebagai target biasa mengingat jumlah penduduk Indonesia saat ini sudah mencapai 235 juta jiwa. Dengan demikian, target 2,3 juta investor masih sangat rendah, yakni sekitar 0,98 persen dari jumlah penduduk.

Peningkatan jumlah investor domestik menjadi mendesak untuk dilakukan karena investor asing masih mendominasi kepemilikan saham di BEI. Hingga akhir 2010, kepemilikan asing atas saham-saham yang diperdagangkan di BEI sudah mencapai 67 persen. Komposisi investor ini membuat stabilitas pasar modal Indonesia sangat rentan, sebab jika terjadi gejolak di pasar keuangan, dikhawatirkan akan terjadi penurunan kepemilikan asing yang berakhir pada jatuhnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), indikator kinerja penting di BEI (Dewi, 2010).

Nurhaida, Kepala Badan Pengawasan Pasar Modal Lembaga Keuangan (LAKIP Bapepam-LK, 2011:8) menyebutkan, pada tahun 2009, rasio kapitalisasi pasar di BEI terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) adalah 35,97 persen. Rasio kapitalisasi pasar terhadap PDB tersebut belum diimbangi dengan jumlah investor yang berinvestasi di pasar modal yang hanya sekitar 1 persen dari total penduduk Indonesia. Hal ini mengindikasikan masih terbukanya ruang untuk meningkatkan jumlah investor di pasar modal.

Kondisi itu juga disertai gagalnya pencapaian target pertumbuhan jumlah sub rekening efek milik investor yang dicatat di KSEI pada tahun 2010. Jumlah sub rekening efek hingga akhir triwulan IV Tahun 2010 yang mencapai 321,521 sub rekening turun 14,32 persen jika dibandingkan jumlah per akhir tahun 2009 yang sebanyak 375,239 sub rekening. Hal ini menyebabkan target pertumbuhan kumulatif tahun 2010 sebesar 10 persen tidak tercapai (LAKIP Bapepam-LK, 2011).

Meski demikian, dalam siaran pers pada Penutupan Perdagangan BEI tanggal 30 Desember 2011, Ananta Wiyogo, Direktur Utama KSEI, melaporkan kinerja KSEI selama satu tahun terakhir (sejak Desember 2010 hingga Desember

2011), jumlah sub rekening efek dan total aset yang dikelola KSEI masing-masing mengalami peningkatan (KSEI, 2011).

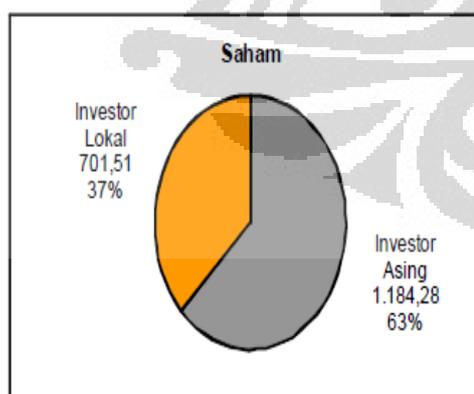
Total aset yang dikelola KSEI per 28 Desember 2011 sebesar Rp 2.257,75 triliun atau meningkat 10,43 persen dari periode yang sama tahun 2010. Sementara itu, jumlah sub rekening efek yang tersimpan di KSEI sebanyak 365.687 meningkat 13,74 persen dibanding periode yang sama tahun 2010. (KSEI, 2011).

**Tabel 2.2**  
**Rincian Aset Investor yang Dikelola KSEI**

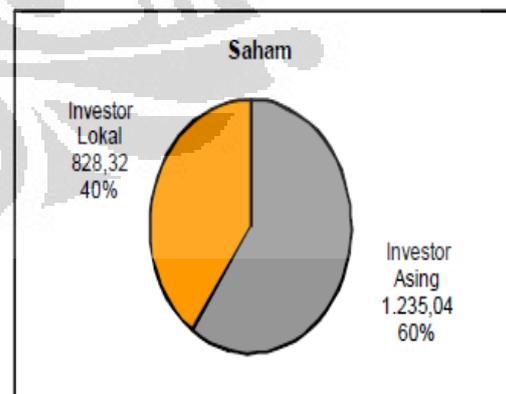
No.	Jenis Efek	Asset per 30 Des 2010 (dalam Rupiah)	Asset per 28 Des 2011 (dalam Rupiah)
1.	Saham	1.885.801.490.418.870	2.063.370.491.688.900
2.	Obligasi Korporasi	109.509.696.458.526	142.651.547.987.883
3.	Obligasi Pemerintah	13.348.549.000.000	12.767.630.000.000
4.	Waran	4.426.702.648.960	4.472.488.401.461
5.	HMETD	201.154.338.720	2.563.915.492
6.	Medium Term Notes	17.418.279.762.482	18.973.681.337.365
7.	Promissory Notes	19.000.000.000	0
8.	Sukuk	6.021.000.000.000	5.876.000.000.000
9.	Surat Berharga Syariah Negara	6.350.880.000.000	7.701.831.000.000
10.	Efek Beragun Aset	1.023.650.770.397	1.447.384.912.243
11.	Reksa Dana	425.583.250.183	487.258.233.491
<b>Total</b>		<b>2.044.545.986.648.140</b>	<b>2.257.750.877.476.830</b>

Sumber: Siaran Pers KSEI, 30 Desember 2011, halaman 3

Adapun, komposisi investor saham di BEI yang dicatat oleh KSEI ditunjukkan pada gambar 2.14 dan 2.15 di bawah ini:



**Gambar 2.14**  
**Komposisi Investor Saham BEI**  
**Per 30 Desember 2010**



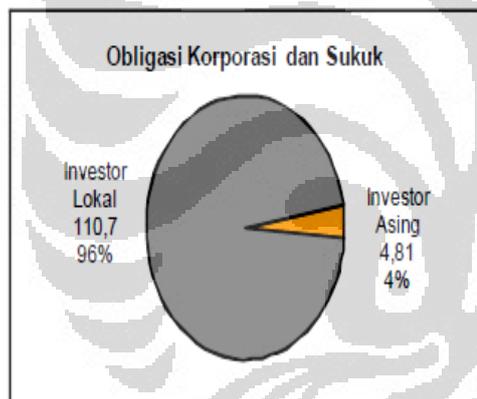
**Gambar 2.15**  
**Komposisi Investor Saham BEI**  
**Per 28 Desember 2011**

Sumber: Siaran Pers KSEI, 30 Desember 2011, halaman 4

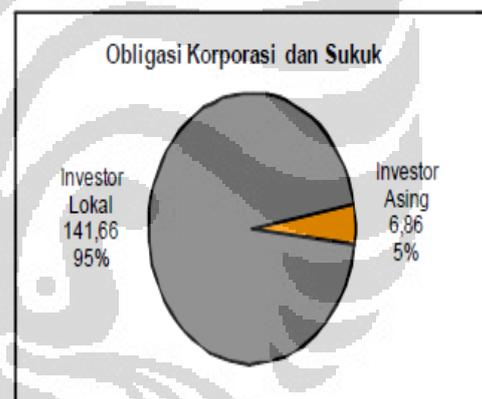
Kedua tabel di atas menunjukkan bahwa kepemilikan aset berbentuk saham hingga 28 Desember 2011 masih didominasi investor asing, meskipun secara persentase menurun dari 63 persen pada 30 Desember 2010 menjadi 60 persen pada 28 Desember 2011. Akan tetapi, secara nilai justru meningkat dari Rp 1.184,28 triliun pada 30 Desember 2010 menjadi Rp 1.235,04 triliun pada 28 Desember 2011 atau membesar 4,3 persen.

Sebaliknya, aset saham yang dimiliki investor lokal secara persentase dan nilai mengalami peningkatan dari Rp 701,51 triliun (37 persen) pada 30 Desember 2010 menjadi Rp 828,32 triliun (40 persen) pada 28 Desember 2011.

Dalam siaran pers yang sama, KSEI juga mengungkapkan komposisi investor yang menanamkan dananya pada obligasi korporasi dan sukuk atau surat utang berbasis syariah. Komposisi tersebut dijabarkan dalam gambar 2.16 dan 2.17 berikut ini:



**Gambar 2.16**  
**Komposisi Investor Obligasi**  
**Korporasi dan Sukuk di BEI**  
**Per 30 Desember 2010**



**Gambar 2.17**  
**Komposisi Investor Obligasi**  
**Korporasi dan Sukuk di BEI**  
**Per 28 Desember 2011**

Sumber: Siaran Pers KSEI, 30 Desember 2011, halaman 4

Kedua gambar di atas menunjukkan, kepemilikan efek berupa obligasi korporasi dan sukuk masih didominasi kepemilikannya oleh investor lokal hingga 28 Desember 2011. Namun, terjadi penurunan persentase kepemilikannya dari 96 persen pada 30 Desember 2010 menjadi 95 persen pada 28 Desember 2011. Meski demikian, secara nilai mengalami peningkatan dari Rp 110,71 triliun pada 30

Desember 2010 menjadi Rp 141,66 triliun pada 28 Desember 2011 atau 28 persen.

Oleh karena itu, terjadi kenaikan persentase dan nilai kepemilikan aset obligasi korporasi dan sukuk oleh investor asing. Kenaikannya dari Rp 4,81 triliun (empat persen) pada 30 Desember 2010 menjadi Rp 6,86 triliun (lima persen) pada 28 Desember 2011.

Adapun distribusi efek atau jenis surat berharga yang diperdagangkan di BEI dalam setahun terakhir dipaparkan KSEI dalam tabel berikut ini:

**Tabel 2.3**  
**Komposisi Efek yang Diperdagangkan di BEI**

No.	Jenis Efek	Jumlah Efek (per 30 Des 2010)	Jumlah Efek (per 28 Des 2011)
1.	Saham	453	476
2.	Waran	38	37
3.	HMETD	1	1
4.	Obligasi Korporasi	215	271
	Sukuk	31	31
	Obligasi Pemerintah	32	35
5.	Sertifikat Bank Indonesia	0	0
6.	Surat Berharga Syariah Negara	6	7
7.	<i>Medium Term Notes</i>	73	105
8.	<i>Promissory Notes</i>	1	0
9.	Efek Beragun Aset	3	4
10.	Reksa Dana	32	35
	<b>Total</b>	<b>885</b>	<b>1.002</b>

Sumber: Siaran Pers KSEI, 30 Desember 2011, halaman 4

Tabel 2.3 menunjukkan, secara keseluruhan, jumlah efek yang tercatat sampai dengan 28 Desember 2011 meningkat dibandingkan data per 30 Desember 2010. Hingga tanggal 28 Desember 2011, tercatat ada 1.002 efek dibandingkan data per 30 Desember 2010 sebanyak 885, atau naik 13,22 persen.

## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1 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.

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:

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt}) \quad (3.1)$$

Dimana,

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

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

$\alpha_j$  dan  $\beta_j$  adalah koefisien 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:

- H<sub>1</sub>:** *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*
- H<sub>2</sub>:** *Ada pengaruh pergerakan harga dengan return saham terhadap abnormal return saham yang terbentuk di pasar modal*

## **3.2 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel Penelitian**

### **3.2.1 Variabel yang digunakan**

#### **3.2.1.1 Variabel independen**

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *range* (kisaran) harga yang direkomendasikan para analis pada rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* ( $X_1$ ) dan *return* saham di sekitar hari diterbitkannya rekomendasi *Kontan* ( $X_2$ ).

#### **3.2.1.2 Variabel dependen**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah harga yang terjadi di pasar di sekitar hari diterbitkannya rekomendasi *Kontan* ( $Y_1$ ) dan akan menggunakan *model level*. Selain itu, ada juga variabel dependen berupa *abnormal return* ( $Y_2$ ) yang akan digali dengan menggunakan *model return*.

### **3.2.2 Definisi operasional**

#### **3.2.2.1 Harga rekomendasi**

Dalam rekomendasi pada rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* selalu ada minimal dua maksimal tiga analis tentang harga saham yang kemungkinan akan tercapai atas sebuah saham. Atas dasar itu, peneliti membuat kisaran harga dari harga-harga yang diungkapkan para analis itu dari yang terendah hingga yang tertinggi. Kisaran harga saham dari pendapat para analis inilah yang akan digunakan sebagai salah satu variabel independen dalam penelitian ini.

Harga saham yang dijadikan sebagai harga pada satu hari perdagangan adalah harga penutupan perdagangan (*closing price*) saham perusahaan. Harga

penutupan yang dipantau hanyalah pada hari perdagangan selama masa pengamatan. Dalam penelitian ini akan digunakan harga saham harian.

### 3.2.2.2 Return saham

Perubahan harga saham di sekitar hari penerbitan rekomendasi rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* dapat menghasilkan *return* atas pemegang saham tertentu. Atas dasar itu, setiap perubahan harga yang terjadi sejak tiga hari sebelum hari penerbitan rekomendasi *Kontan* hingga tiga hari setelahnya akan dilihat dalam penelitian ini. Perubahan itu akan diteliti dengan fokus pada kemungkinan terjadinya *abnormal return* pada pergerakan harga saham yang direkomendasikan *Kontan*.

Adapun *return* saham yang dimaksud adalah selisih antar harga penutupan hari ini dengan harga penutupan hari sebelumnya, lalu dibagi harga penutupan hari sebelumnya. Rumus *return* tersebut dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$R_i = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (3.2)$$

Dimana:

$R_i$  : *Return* saham

$P_{i,t}$  : Harga saham  $i$  pada penutupan hari  $t$

$P_{i,t-1}$  : Harga saham  $i$  pada penutupan hari sebelumnya

## 3.3 Model, dan Teknis Analisis

### 3.3.1 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:

$$P_t = \alpha + \beta X_t + \epsilon_t \quad (3.3)$$

Adapun model *return* adalah sebagai berikut:

$$R_t = \alpha + \beta X_t / P_{(t-1)} + \epsilon_t \quad (3.4)$$

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:

$$Y_{1,i,t} = \alpha + \beta X_{1,i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3.5)$$

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  $t$

$\alpha$  = Koefisien konstanta

$\beta$  = Koefisien variabel independen

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

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

$$Y_{2i,t} = \alpha + \beta X_{2i,t} + X_{1i,t} + e_{i,t} \quad (3.6)$$

Dimana :

- $Y_{2i,t}$  = *Abnormal return* saham  $i$  periode  $t$   
 $X_{Di,t}$  = *Return Saham Individual yang Direkomendasikan Kontan*  
 $X_{1i,t}$  = *Harga Saham yang Direkomendasikan oleh Analis dalam Rubrik REKOMENDASI pada harian Kontan*  
 $\alpha$  = Koefisien konstanta  
 $\beta$  = Koefisien variabel independen  
 $\epsilon_{i,t}$  = 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:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3.7)$$

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. Dengan demikian rumus *Return* yang dikenal umum adalah sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

- $R_{i,t}$  = *Return* saham  $i$  pada periode peristiwa ke- $t$   
 $P_{i,t}$  = Harga saham ke- $i$  pada periode peristiwa ke- $t$   
 $P_{i,t-1}$  = Harga sekuritas ke- $i$  pada periode peristiwa 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).

### 3.3.2 Teknis Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini mendasarkan pada  $p_{value}$  (probabilitas tingkat kesalahan) dari masing-masing koefisien parameter atau membandingkan antara  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ . Teknik ini digunakan dalam kedua model, baik model *levels* maupun model *return*.

Lebih dari itu, pengujian juga akan dilakukan dengan menggali *Abnormal Return* (AR) pada *Periode Event* dan *Cummulative Abnormal Return* (CAR) pada Periode Estimasi. Ini dilakukan untuk menggali pengaruh rekomendasi, pada setiap jenis rekomendasinya, terhadap *abnormal return* dengan membandingkannya dengan  $t_{value}$  dari hasil  $t_{statistik}$ .

#### 3.3.2.1 Uji Asumsi Dasar Klasik Regresi

Seperti yang diulas Irianti (2008), model regresi yang digunakan akan menunjukkan hubungan yang signifikan antara variabel dependen dengan independen. Namun, model regresi tersebut harus memenuhi asumsi dasar klasik regresi. Asumsi dasar tersebut adalah apabila tidak terjadi gejala multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas, diantara variabel bebas dalam regresi tersebut.

#### 3.3.2.2 Pengujian Hipotesa

Setiap hipotesa variabel independen akan diterima dan ditolak ditentukan dari tanda positif atau negatif dan signifikansi regresinya, setelah dilakukan pengujian terhadap model regresi. Untuk menguji signifikansi model digunakan alat uji ANOVA ( $F_{test}$ ) dan untuk menguji signifikansi koefisien regresi digunakan alat  $t_{test}$ .

## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 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 4.1 Distribusi *Abnormal Return***

Waktu/ Keterangan	<i>Abnormal Return</i>	
	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 4.1 menunjukkan frekuensi munculnya *abnormal return* selama masa observasi.<sup>5</sup> Dari 226 sampel rekomendasi saham yang diambil, peneliti

<sup>5</sup> 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.

membagi ke dalam tujuh koridor waktu, yakni mulai dari  $T_{-2}$ , yang berarti dua hari sebelum penerbitan rekomendasi analisis 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 analisis 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 analisis 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 4.1 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 penerbitan 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.

---

Kondisi harga saham pada hari publikasi dan sehari kemudian ditandai oleh abnormal return yang juga berasosiasi dengan volume perdagangan yang lebih tinggi.

*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 penerbitan 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 jadi, analis yang “dikejanya” 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.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> 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.

**Tabel 4.2**  
**Kaitan Rekomendasi Analisis dengan *Abnormal Return***

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

Sumber: Diolah dari hasil observasi

Tabel 4.2 menunjukkan 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* 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 4.2. 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 4.3**  
**Persentase Distribusi Rekomendasi Analisis yang Dikaitkan dengan**  
***Abnormal Return***

Rekomendasi Analisis & <i>Abnormal Return (AR)</i>	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
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Sumber: Diolah dari hasil observasi

## 4.2 Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analisis terhadap Harga Saham

### 4.2.1 Asumsi Dasar Regresi

#### 4.2.1.1 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji statistik *Durbin Watson*, yaitu membandingkan angka *Durbin-Watson* hitung (*DW*) dengan nilai kritisnya ( $d_L$  dan  $d_U$ ). Kriteria pengambilan kesimpulan :

- Jika  $DW < d_L$  atau  $DW > 4 - d_L$ , maka terdapat autokorelasi.
- Jika  $d_L < DW < 4 - d_U$ , maka tidak terdapat autokorelasi.
- Jika  $d_L \leq DW \leq d_U$  atau  $4 - d_U \leq DW \leq 4 - d_L$ , uji *Durbin-Watson* tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti (*inconclusive*).

Dengan ukuran sample  $n = 226$ ,  $\alpha = 0,05$  dan banyaknya variabel independen  $k = 1$ , didapat nilai kritis  $d_L = 1,758$  dan  $d_U = 1,779$ . Hasil pengujian autokorelasi disajikan pada tabel berikut :

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Autokorelasi**  
**Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analisis terhadap Harga Saham**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y1(-1)	-1.066160	0.067333	-15.83421	0.0000
C	4434.316	527.9793	8.398656	0.0000
R-squared	0.529260	Mean dependent var		72.84444
Adjusted R-squared	0.527149	S.D. dependent var		9825.644
S.E. of regression	6756.522	Akaike info criterion		20.48325
Sum squared resid	1.02E+10	Schwarz criterion		20.51362
Log likelihood	-2302.366	F-statistic		250.7221
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>1.864249</b>	Prob(F-statistic)		0.000000

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan tabel diatas diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,864. Karena nilai *DW* berada di antara  $d_U$  (1,779) < *DW* (1,864) <  $4 - d_U$  (2,221), maka dapat disimpulkan bahwa pada data tersebut tidak terjadi pelanggaran asumsi autokorelasi.

#### 4.2.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual pengamatan yang satu ke pengamatan yang lain tetap, maka kondisi itu disebut sebagai homoskedastisitas. Dengan bantuan perangkat lunak *Eviews* diperoleh hasil sebagai berikut:

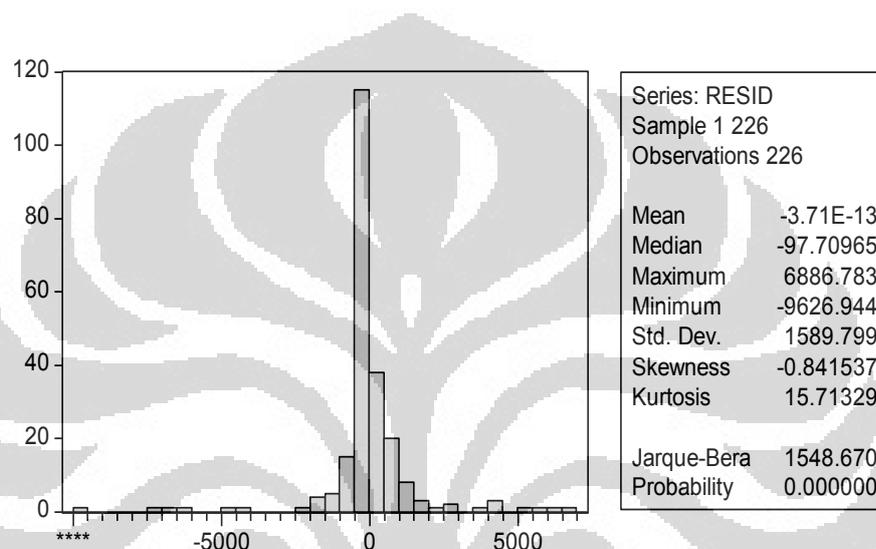
**Tabel 4.5**  
**Uji Heteroskedastisitas**  
**Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analisis terhadap Harga Saham**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.806247	Probability	0.166675
Obs*R-squared	3.618698	Probability	<b>0.163761</b>

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan tabel hasil pengolahan data tersebut terlihat bahwa nilai probabilitas chi-square dalam estimasi *Breusch-Godfrey* adalah sebesar 0,16376. Karena nilai probabilitas *chi-square* lebih besar dari taraf signifikansi (5 persen/ 0,05), dapat disimpulkan tidak terjadi pelanggaran asumsi heteroskedastisitas.

#### 4.2.1.3 Uji Normalitas



**Gambar 4.1 Uji Normalitas Jarque-Bera  
Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analisis terhadap Harga Saham**

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan hasil di atas diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar 0,000. Karena nilai probabilitas tersebut di bawah 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa residual tidak berdistribusi normal.

#### 4.2.2 Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analisis ( $X_1$ ) terhadap Harga yang muncul di Pasar ( $Y_1$ )

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 4.6 di bawah ini:

**Tabel 4.6**  
**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:

$$Y_1 = 137,214 + 0,792 X_1 \quad (4.1)$$

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 direkomendasikan 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 ( $Y_1$ ).

#### 4.2.2.1 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 ( $Y_1$ ).

$\alpha = 5\%$

Statistik Uji :

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

Kriteria Uji : 1. Terima  $H_0$  jika  $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$   
2. Tolak  $H_0$  jika  $t_{hitung} < -t_{tabel}$  atau  $t_{hitung} > t_{tabel}$

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

**Tabel 4.7**  
**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  $H_0$  ditolak.

Artinya, terdapat pengaruh antara harga rata-rata saham yang direkomendasikan para analis ( $X_1$ ) terhadap harga saham yang terbentuk di pasar ( $Y_1$ ).

#### 4.2.2.2 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 terbentuk di pasar ( $Y_1$ ), peneliti menggunakan koefisien determinasi.

**Tabel 4.8**  
**Analisis Koefisien Determinasi**  
**Analisa Pengaruh Harga Rata-rata Analisis ( $X_1$ )**  
**Terhadap Harga yang muncul di Pasar ( $Y_1$ )**

<b>R-squared</b>	<b>0.034256</b>	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](http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2011/11/02/10522550/Kelas.Menengah.dan.Peluang.Pasar.Modal,2November2011:10.52)).

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.

### 4.3 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 ( $Y_2$ )

#### 4.3.1 Asumsi Dasar Regresi

##### 4.3.1.1 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji statistik *Durbin-Watson*, yaitu membandingkan angka *Durbin-Watson* hitung ( $DW$ ) dengan nilai kritisnya ( $d_L$  dan  $d_U$ ). Kriteria pengambilan kesimpulan :

- Jika  $DW < d_L$  atau  $DW > 4 - d_L$ , maka terdapat autokorelasi.
- Jika  $d_U < DW < 4 - d_U$ , maka tidak terdapat autokorelasi.
- Jika  $d_L \leq DW \leq d_U$  atau  $4 - d_U \leq DW \leq 4 - d_L$ , uji *Durbin-Watson* tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti (*inconclusive*).

Dengan ukuran sample  $n = 226$ ,  $\alpha = 0,05$  dan banyaknya variabel independen  $k = 2$ , didapat nilai kritis  $d_L = 1,748$  dan  $d_U = 1,789$ , lalu  $4 - d_L = 2,252$  dan  $4 - d_U = 2,211$ .

**Tabel 4.9**  
**Uji Autokorelasi**  
**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 ( $Y_2$ )**

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
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>2.179284</b>	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan tabel diatas diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,179284. Karena nilai *DW* berada di antara  $d_U$  (1,789) dan  $4 - d_U$  (2,211) atau  $d_U < DW < 4 - d_U$ , maka dapat disimpulkan bahwa pada data tersebut tidak terjadi pelanggaran asumsi autokorelasi.

#### 4.3.1.2 Uji Multikolinearitas

Untuk persamaan yang memiliki lebih dari satu variabel bebas perlu diteliti aspek Multikolinearitas-nya. Uji Multikolinearitas ini bisa dilakukan dengan membandingkan *R-square* variabel-variabel bebas dengan *R-square* variabel terikat dengan cara menguji secara parsial. Uji ini bisa dilakukan dengan menggunakan *Eviews*.

##### **Ketentuan:**

Jika, akumulasi *R-square* variabel bebas lebih besar dari *R-square* variabel terikat, maka pada model tersebut ditemukan multikolinearitas. Sebaliknya, jika *R-square* variabel bebas lebih kecil dari *R-square* variabel terikat, maka pada model tersebut tidak ditemukan multikolinearitas.

Dalam penelitian ini,

1. Persamaan Pertama:  $Y_2 = a + bX_2 + cP_1$

**Tabel 4.10**  
**Uji Multikolinearitas**  
**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 ( $Y_2$ )**

<b>R-squared</b>	<b>0.842425</b>	Mean dependent var	69.13333
Adjusted R-squared	0.841005	S.D. dependent var	1879.920
S.E. of regression	749.6024	Akaike info criterion	16.09021
Sum squared resid	1.25E+08	Schwarz criterion	16.13575
Log likelihood	-1807.148	F-statistic	593.4250
Durbin-Watson stat	1.440802	Prob(F-statistic)	0.000000

Sumber: Hasil olahan *Eviews*

2. Persamaan Kedua:  $X_2 = a + b.P_1$

**Tabel 4.11**  
**Uji Multikolinearitas**  
**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 ( $Y_2$ )**

<b>R-squared</b>	<b>0.001777</b>	Mean dependent var	298.0400
Adjusted R-squared	-0.002699	S.D. dependent var	2072.175
S.E. of regression	2074.969	Akaike info criterion	18.12213
Sum squared resid	9.60E+08	Schwarz criterion	18.15249
Log likelihood	-2036.740	F-statistic	0.397030
Durbin-Watson stat	1.784379	Prob(F-statistic)	0.529272

Sumber: Diolah dengan *Eviews*

2. Persamaan Ketiga:  $P_1 = a + b.X_2$

**Tabel 4.12**  
**Uji Multikolinearitas**  
**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 ( $Y_2$ )**

<b>R-squared</b>	<b>0.001777</b>	Mean dependent var	4995.364
Adjusted R-squared	-0.002699	S.D. dependent var	8229.113
S.E. of regression	8240.211	Akaike info criterion	20.88029
Sum squared resid	1.51E+10	Schwarz criterion	20.91065
Log likelihood	-2347.032	F-statistic	0.397030
Durbin-Watson stat	2.124213	Prob(F-statistic)	0.529272

Sumber: Diolah dengan *Eviews*

Untuk Persamaan 1,  $R\text{-squared} = 0.842425$ , selanjutnya disebut  $R_1^2$

Untuk Persamaan 2,  $R\text{-squared} = 0.001777$ , selanjutnya disebut  $R_2^2$

Untuk Persamaan 3,  $R\text{-squared} = 0.001777$ , selanjutnya disebut  $R_3^2$

Ketentuan:

Jika

$R_1^2 >$  dari  $R_2^2$  dan  $R_3^2$ , maka model tidak diketemukan multikolinearitas

Jika  $R_1^2 <$  dari  $R_2^2$  dan  $R_3^2$ , maka model diketemukan multikolinearitas

Hasil uji dengan *Eviews* menunjukkan:

$R_1^2$  lebih besar dari  $R_2^2$  dan  $R_3^2$ , dengan demikian dalam model ini tidak diketemukan multikolinearitas.

#### 4.3.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual pengamatan yang satu ke pengamatan yang lain tetap, maka kondisi itu disebut sebagai homoskedastisitas. Dengan bantuan perangkat lunak *Eviews* diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.13**  
**Uji Heteroskedastisitas**  
**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 ( $Y_2$ )**

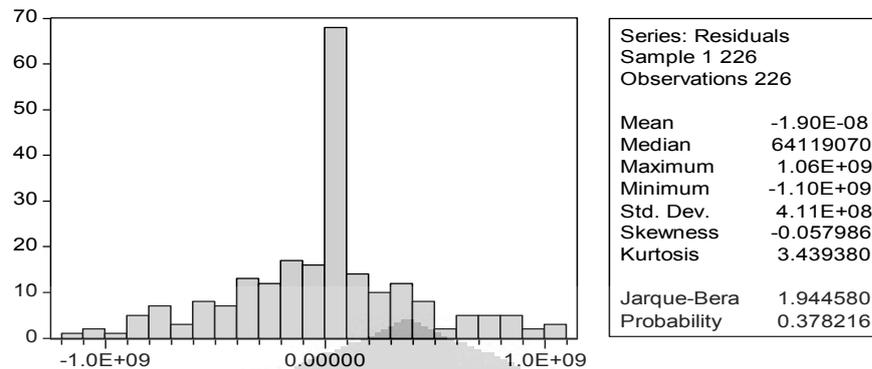
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.919564	Probability	0.149108
Obs*R-squared	3.858950	Probability	0.145224

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan tabel hasil pengolahan data tersebut terlihat bahwa nilai probabilitas *chi-square* dalam estimasi *Breusch-Godfrey* adalah sebesar 0,145224. Karena nilai probabilitas *chi-square* lebih besar dari taraf signifikansi (5 persen/ 0,05), dapat disimpulkan tidak terjadi pelanggaran asumsi heteroskedastisitas.

### 4.3.1.3 Uji Normalitas



**Gambar 4.2 Uji Normalitas *Jarque-Bera***  
**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 ( $Y_2$ )**

Sumber: Data diolah menggunakan *Eviews*

Berdasarkan hasil di atas diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar 0,3782, sehingga lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Artinya kedua data diperoleh dari populasi yang terdistribusi normal.

### 4.3.2 Analisa Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analis ( $P_1$ ) dan Variabel *Return* Saham Secara Keseluruhan ( $X_2$ ) Terhadap *Abnormal Return* Pasar pada hari Rekomendasi ( $Y_2$ )

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 4.14 di bawah ini:

**Tabel 4.14**  
**Analisis Regresi Sederhana**  
**Pengaruh Variabel Harga Saham hasil Rekomendasi Analisis ( $P_1$ ) 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 :

$$Y_2 = -7,2812 + 1,34E-09P_1 + 0,6447X_2 \quad (4.2)$$

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 ( $Y_2$ ).

#### 4.3.2.1 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 ( $\alpha$ ) ditetapkan 5% ( $\alpha = 5\%$ )

Statistik Uji:

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

Kriteria Uji : 1. Terima  $H_0$  jika  $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$

2. Tolak  $H_0$  jika  $t_{hitung} < -t_{tabel}$  atau  $t_{hitung} > t_{tabel}$

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

**Tabel 4.15**  
**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  $H_0$  ditolak. Artinya, terdapat pengaruh harga rata-rata saham yang direkomendasikan para analis ( $X_1$ ) terhadap harga saham yang terbentuk di pasar ( $Y_1$ ).

#### 4.3.2.2 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 4.16**  
**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 ( $Y_2$ )**

<b>R-squared</b>	<b>0.637237</b>	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 ( $X_2$ ).

#### 4.4 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).

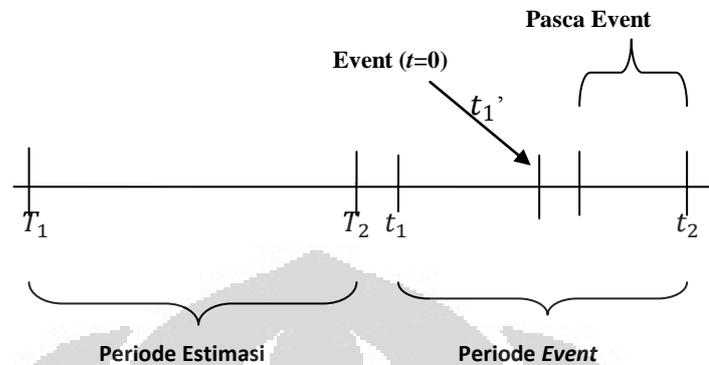
Peneliti tidak menentukan *event* sebagai peristiwa tertentu, seperti IPO (penawaran saham perdana) atau pemecahan saham (*stock split*), karena peristiwa seperti ini jarang terjadi di Indonesia. Ini dilakukan untuk menghindari rendahnya sampel yang digunakan.

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 4.3 Periode Estimasi dan Periode Event**

Sumber: de Jong, 2007 dan Hasil Olah Data

*T-test* dilakukan untuk menguji *Null Hypothesa* ( $H_0$ ), 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  $H_0$  ditolak. Ketika  $H_0$  ditolak dapat diindikasikan bahwa telah terjadi kinerja yang abnormal, dalam hal ini bisa saja dalam bentuk *abnormal return* atau *return* yang menurun (*AR* atau *CAR* negatif).

#### 4.4.1 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 4.17 di bawah ini:

**Tabel 4.17**  
**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 analisisnya 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.

#### 4.4.2 Rekomendasi Jual

Hal yang nyaris sama terjadi juga pada rekomendasi jual. Hal ini terlihat pada Tabel 4.15, dimana pada  $t = 0$ ,  $t_{value}$ -nya tidak signifikan (0,00498) yang menandakan  $H_0$  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  $H_0$  ditolak, sehingga mengindikasikan adanya kinerja yang abnormal. Dalam tiga titik waktu itu kinerja yang abnormal tersebut berupa *abnormal return*.

**Tabel 4.18**  
**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 menunjukkan 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.

#### 4.4.3 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 menunjukkan 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 menunjukkan 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 4.19**  
**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*

#### 4.4.4 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 4.20 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 besarnya 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 4.20**  
**Rekomendasi Beli-Jual dan Beli-Tahan**

Hari	<i>AR</i> Rata-rata (%)	$T_{value}$	Rata-rata <i>AR</i> 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*

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh informasi yang disampaikan melalui rubrik REKOMENDASI harian *Kontan* terhadap pergerakan harga saham yang dianalisa pada hari publikasi rubrik tersebut dilakukan. Informasi yang digali dalam penelitian ini adalah harga saham yang direkomendasikan para analis dalam rubrik REKOMENDASI, *return* saham secara individual, *return* saham secara menyeluruh, *abnormal return* saham secara individu, hingga dampak pilihan rekomendasi yang disampaikan analis, baik rekomendasi beli, jual, tahan, atau beli-jual, serta beli-tahan. Seluruh informasi ini diperlakukan sebagai variabel bebas dalam penelitian ini. Adapun sebagai pembandingnya adalah *abnormal return* saham di pasar modal dan harga saham pada hari publikasi.

Populasi yang dimaksud dalam penelitian ini adalah seluruh hasil analisis dari para analis yang dipublikasikan dalam rubrik REKOMENDASI, terhitung sejak *Kontan* menyajikan versi *online* dari koran tersebut, termasuk rubrik REKOMENDASI-nya pada 23 Juni 2008 hingga 28 Juni 2010. Total populasinya mencapai 679 observasi. Dari populasi tersebut, peneliti mengambil 226 observasi sebagai sampelnya.

Hasil pengolahan data menunjukkan:

1. 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.
2. 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.

## 5.2 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 adalah Sebagai berikut:

1. 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 ( $Y_1 = 137,214 + 0,792 X_1$ ), variabel yang perlu dihimpun masih cukup besar kontribusinya, yakni 96,57 persen.
2. Begitu juga dengan persamaan kedua ( $Y_2 = -7,2812 + 1,34E-09P1 + 0,6447X_2$ ). 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.
3. 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.

### 5.3 Saran

Dengan seluruh hasil penelitian dan keterbatasan yang dimiliki, peneliti berharap hasil observasi ini dapat menggugah berbagai pihak untuk menyikapinya secara bijaksana.

#### 5.3.1 Bagi Investor

Investor pasar modal diharapkan tidak serta merta menggunakan isi rekomendasi para analis yang dipublikasikan melalui media massa tanpa menganalisisnya terlebih dahulu. Sebab, rekomendasi analis yang ditulis di media massa bukan sumber pengambilan keputusan satu-satunya.

#### 5.3.2 Masyarakat Umum

Bagi masyarakat umum yang belum menjadi investor di pasar modal sebaiknya menggunakan hasil penelitian ini sebagai alat ukur paling awal sebelum mengambil keputusan. Namun, hasil penelitian ini tidak dapat dijadikan sebagai sumber pengambilan keputusan tunggal dalam berinvestasi di pasar modal. Masih dibutuhkan penggalian informasi yang lebih mendalam atas kinerja saham-saham yang ingin dimiliki selain harga yang diusulkan para analis, antara lain informasi ekonomi makro dan perilaku manajemen dan pemilik saham utamanya.

#### 5.3.3 Otoritas Bursa dan Bappeam-LK

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen Bursa Efek Indonesia (BEI) dan otoritas pengawas (Badan Pengawas Pasar Modal-Lembaga Keuangan/Bapeam-LK) perlu memberikan perhatian lebih besar terhadap rekomendasi-rekomendasi harga saham yang disampaikan para analis melalui media massa. Ini perlu untuk mencegah kerugian yang diakibatkan oleh perilaku investor pemula yang mengambil rekomendasi saham di media massa sebagai satu-satunya pendorong investasi di pasar modal.

Apalagi sudah terjadi kasus penyalahgunaan rekomendasi saham oleh redaktur *The Wall Street Journal*, R Foster Winans yang perlu dijadikan bahan pelajaran. Perlindungan terhadap investor dibutuhkan dengan pengaturan pada rekomendasi saham di media massa.

#### 5.3.4 Bagi Akademisi

Bagi para akademisi, ada peluang yang sangat luas untuk mengembangkan hasil penelitian ini, terutama masih banyaknya variabel bebas yang perlu dimasukkan ke dalam modelnya. Selain itu, masih ada media massa lain selain *Kontan* yang juga memiliki rubrik rekomendasi, yang juga layak menjadi bahan penelitian, baik secara parsial maupun bersamaan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pijakan untuk penelitian lebih lanjut dan pengembangan ilmu pengetahuan.

#### 5.3.5 Bagi Perusahaan Media Massa

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi dasar argumentasi untuk melengkapi kebutuhan pembaca dalam menyajikan rubrik rekomendasi saham dari para analis. Media massa sebaiknya memasukan variabel-variabel lain yang bisa melengkapi faktor-faktor penyebab terjadinya harga saham di pasar modal dan terbentuknya *abnormal return*.

Surat kabar, terutama *Kontan*, ada baiknya mencermati perilaku investor pasar modal Indonesia yang tidak serta merta mengikuti rekomendasi *Beli*. Sementara jumlah rekomendasi *Beli* yang terhimpun dalam penelitian ini justru yang terbanyak dibandingkan jenis rekomendasi lainnya. Ini terkait erat dengan efektifitas rubrik yang disajikan.

## 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 Methodology*, 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 Diponegoro, Semarang.
- Fama, Eugene F, & 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.

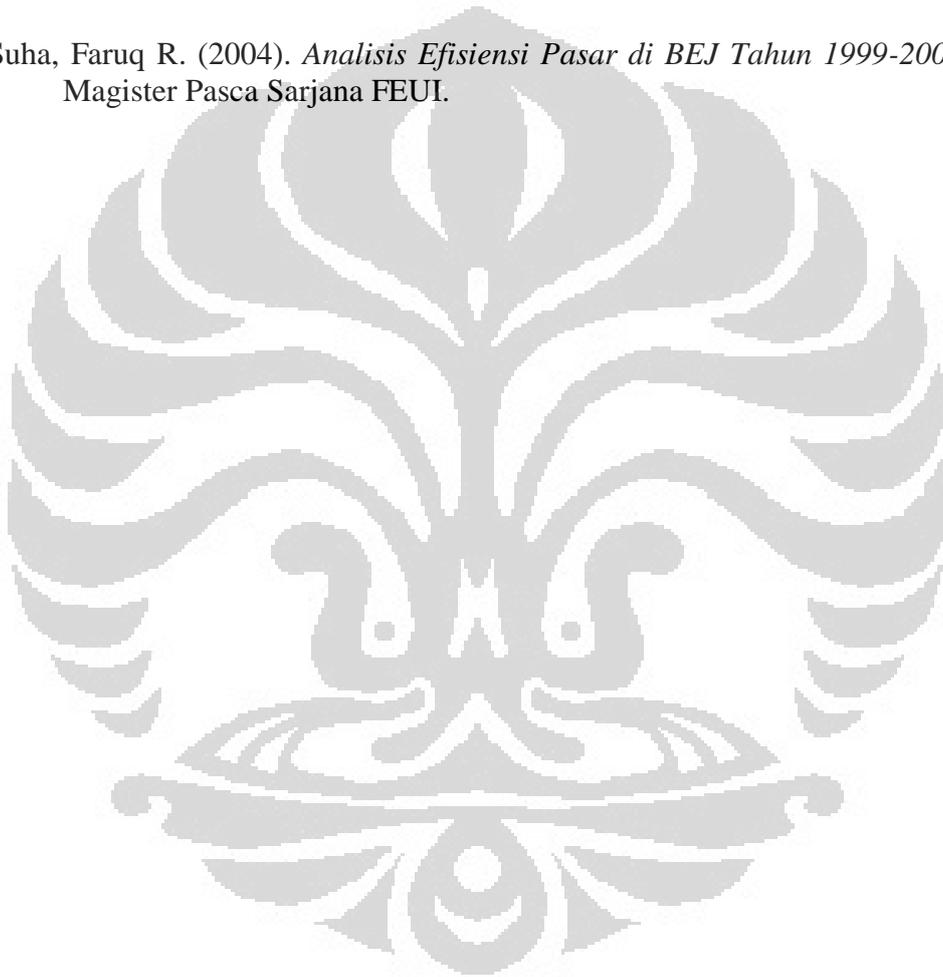
Liu Pu, Stanley, Smith D, Syed, Azmat A. (1990). *Stock Price Reactions to Wall Street Journal's Securities Recommendation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA), Vol.25, No 3, Published by University of Washington School of Business Administration.

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, Tobing & Wilson Ruben L. (2009). *Metode Riset: Keuangan dan Investasi Empiris*, ABFI Institute PERBANAS. Pp 8-9.

- 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.



*Lampiran 1*

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

**1. Bagaimana sejarah dibuatnya rubrik REKOMENDASI?**

Rubrik REKOMENDASI sebenarnya sudah dibangun sejak tahun 1996. Saat itu, harian Kontan belum lahir, sehingga yang dimaksud rubrik REKOMENDASI masih menyatu dalam rubrik Investasi pada Kontan Mingguan, bentuknya tabloid. Itu idenya, selain membahas analisis, pasti ujungnya adalah rekomendasinya. Baik Beli, Jual, atau Tahan.

Bahkan pernah kami memberikan stempel untuk setiap rekomendasi, *Beli*, *Jual*, atau *Tahan* di edisi Mingguan itu. Kemudian muncul peraturan Bapepam bahwa yang dapat memberikan rekomendasi seperti itu harus mendapatkan predikat sebagai analis, bukan sembarangan orang. Nanti kalau dipaksakan akan kena aturan itu.

Kemudian kami tidak bisa memberikan stempel tertentu setelah paparan dari beberapa sumber dalam berita, seperti manajer investasi. Sebab, dulu setelah diambil dari berbagai sumber di lapangan, lalu Kontan sendiri yang memutuskan rekomendasi *Beli*, *Jual*, atau *Tahan*. Ini yang kemudian kami cabut.

Setelah itu, kolom rekomendasi dalam tabloid diubah, yakni tetap ada rekomendasi *Beli*, *Jual*, atau *Tahan* namun dengan meminjam “mulut” para analis. Kemudian mekanisme ini juga diterapkan juga pada saat harian Kontan diterbitkan pada 2007. Kami teruskan dengan rubrik REKOMENDASI.

Dengan dipublikasikan pada sebuah harian, rubrik REKOMENDASI menjadi semakin memiliki arti penting. Sebab, rekomendasi yang diberikan akan jauh lebih mengikuti perkembangan pasar modal. Itu jauh berbeda dengan saat rubrik REKOMENDASI masih diterapkan pada Kontan Mingguan. Saat ini *Beli*, ternyata besok cocoknya *Jual*.

Pada saat diterapkan pada Harian Kontan pun terjadi perubahan-perubahan kebijakan desain pada rubrik REKOMENDASI. Dulu sempat diawal terbitnya harian Kontan, rubrik REKOMENDASI disimpan di bagian kanan bawah halaman 1. Saat ini, ada di bagian kiri Halaman 1, dengan tiga rekomendasi yang tampak jelas dari para analis.

Sejak dulu, sebenarnya rubrik REKOMENDASI sudah terhubung dengan rubrik Investasi di halamana belakang harian Kontan. Namun, karena ada kesalahan desain, maka seolah-olah, rubrik Rekomendasi itu berdiri sendiri. Tidak disebutkan ada “bersambung: di bagian bawahnya. Akibatnya, pada awal-awal penerbitan ada kegamanangan karena memang redaksi Kontan masih mencari-cari bentuk penerbitannya.

Bahkan konsepnya dulu, dua analis pun cukup untuk satu rubrik REKOMENDASI. Sekarang, minimal harus ada tiga. Karena masalahnya adalah susah cari analis yang mengcover emiten yang sudah ditentukan oleh redaksi. Analis akan ditanya: “*Kamu riset mengenai emiten anu gak sih?*”

(Lanjutan)

Seringkali, walaupun analisisnya iya, waktu itu tidak gampang menemukan analisis yang bersedia terbuka dengan rekomendasi langsung. Analisis juga ada yang harus lapor dulu ke manajemennya segala.

Lalu pada 26 Februari 2010, seluruh Harian Kontan berubah bentuk dan desain, agar betul-betul menunjukkan koran bisnis. Semakin membedakan dengan Kompas. Awalnya sama dengan Kompas. Ini adalah hasil penelitian Mesti (salah seorang wartawan di Harian Kontan) di Prasetya Mulya. Dia mendapatkan tugas belajar di Kelompok Kompas Gramedia. Hasilnya dituangkan dalam *Redesign* ini. Hasilnya antara lain adalah dipilih tiga orang analisis setiap hari. Selain itu, yang menetapkan rekomendasi adalah analisis, bukan Kontan. Jadi sudah 1,5 tahun ada perubahan.

## **2. Dalam Proses Penyusunannya dan Perencanaannya, apakah ada mekanisme tertentu?**

Kalau kita lihat dari pemilihan emiten, itu terkait dengan nilai sebuah berita. Prinsip dasar sebuah berita berlaku juga dalam penentuan rubrik REKOMENDASI. Kami menentukan, nilai manfaat harus menjadi nilai tertinggi dari sebuah berita dan kebijakan redaksional Kontan.

Jadi sejajar dengan nilai suatu eksklusifitas. Bagaimana memberikan manfaat, maka kami adalah membuat rubrik REKOMENDASI, peluang usaha. Dan khusus untuk saham adalah rubrik Rekomendasi itu. Itu visi kami. Kelayakan berita Kontan adalah manfaat. Kami ingin memberikan panduan, bukan arah.

Bagaimana emiten dipilih? Pertama, kapitalisasi pasarnya besar, sahamnya banyak beredar. Kedua, aksi korporasinya signifikan. Ketiga, investornya banyak.

## **3. Tetapi ada beberapa yang emitennya kecil?**

Mungkin biasanya ada aksi korporasi yang unik dan pasti berpengaruh pada investornya. Kami lihat, sedang ekspansi apa, mencari utang.

Perencanaan kami adalah dengan model yang desentralisasi. Kami menyerahkan pada Kompartemen Investasi. Dia yang merancang dengan kriteria tertentu, yang disebutkan di atas tadi. Beritanya akan berdampak besar.

Kompartemen Investasi lalu melaporkan pada Rapat Redaksi. Sekarang jam 12.00. Dulu pernah sore, jam 14.30. Bahkan pernah jam 11.30, tetapi terlalu pagi. Makanya, kami lebih mengandalkan pembahasan mendalam Kompartemen Investasi.

Mereka biasanya memutuskan emiten yang akan dikejar keesokan harinya setelah Kontan selesai disusun, dan melampaui jam Deadline, pada malam hari. Dengan demikian, ini sangat bergantung atas kegilaan redaktur Kompartemen Investasi.

Artinya untuk emiten besok, Kompartemen Investasi berkumpul satu dua orang untuk memutuskan. Jadi akan terbit lusa.

## **4. Apakah usulan Kompartemen Investasi bisa ditolak dalam Rapat Redaksi?**

Biasanya dalam Rapat Redaksi itu hanya membahas isu-isu yang menjadi deadline saja. Sementara rubrik Rekomendasi harus sudah matang sebelumnya.

(Lanjutan)

Sebab, pekerjaan mereka cukup berat, sebab pada halaman investasi, mereka harus menentukan paparan analisa Fundamental dan Teknikal dari suatu saham. Yang teknikal itu pendek-pendek, namun banyak.

### **5. Berapa banyak anggota Kompartemen Investasi?**

Satu redaktur. Dan reporternya tujuh orang. Namun, mereka membagi-bagikan tugasnya untuk sekitar empat halaman di Harian Kontan. Saham memang memiliki beban kerja yang jauh lebih berat.

Kami punya lima redaktur Keuangan, Bisnis, Nasional Ekonomi Makro, Peluang Usaha, dan Kompartemen Investasi. Kompartemen Investasi paling banyak anggotanya. Kami ingin menonjolkan Investasi sebagai kekuatan Kontan. Bahkan dalam perencanaan bisnisnya, bobot investasi adalah yang tertinggi.

Jadi tidak ada perencanaan dua hari? Di Kompartemen Investasi memang bisa saja dua hari. Karena malamnya sudah ditentukan.

Pada saat krisis 2008, apakah ada perbedaan mekanisme? Biasanya berita yang panas kami berikan ke halaman pertama. Termasuk laporan dibelakang sebagai pendukung.

### **6. Mengapa BUMI itu paling sering disebut?**

Sebab pada tahun 2008 terkenal The Seven Brothers, sekarang malah sudah sembilan. Dulu pergerakan saham dipengaruhi oleh BUMI ini. Bahkan dulu BUMI sempat disebut sebagai *saham sejuta umat*. Karena memang harganya murah. Semua orang punya, banyak investor yang memiliki saham ini. Jadi apapun yang dilakukan Bakrie akan berdampak banyak pada investor. Ini pas dengan periode penelitiannya Juni 2008-Juni 2010. Kapitalisasi pasarnya besar, beritanya seksi, aksi korporasinya juga menarik.

### **7. Danareksa Sekuritas paling banyak dipakai, kenapa?**

Mereka memang kompeten, kritis, analisisnya mengcover emiten yang ditanya, tidak terafiliasi dengan emiten ini, independen. Lalu, kami akui, dia mudah dihubungi, karena ada sekuritas yang minta izin dulu ke manajemennya. Orang Danareksa memang paling mudah menjelaskan.

Ketika perencanaan tidak memperkirakan rekomendasinya akan Beli atau Jual? Tidak kami tentukan, itu tergantung analisis.

### **8. Pada saat rekomendasi menunjukkan Beli, maka seharusnya, ada kenaikan harga saham pada t-0 (hari disaat rekomendasi diterbitkan), namun kenyataannya tidak seperti itu? Mengapa?**

lonjakannya sebelumnya, padahal karena Beli? Memang media itu selalu terlambat. Yang besarpun sudah bisa lambat. Apalagi inikan investor sudah mendapatkan fasilitas online. Jadi gak selalu tepat ketika rekomendasi Beli, banyak Beli.

Kalau banyak Beli? Pada 2008 memang tren-nya banyak beli. Dia nanjak terus, sampai 2010 rekor. Pada 2008 hingga 88 persen, dan 2009 40 persen, trend

(Lanjutan)

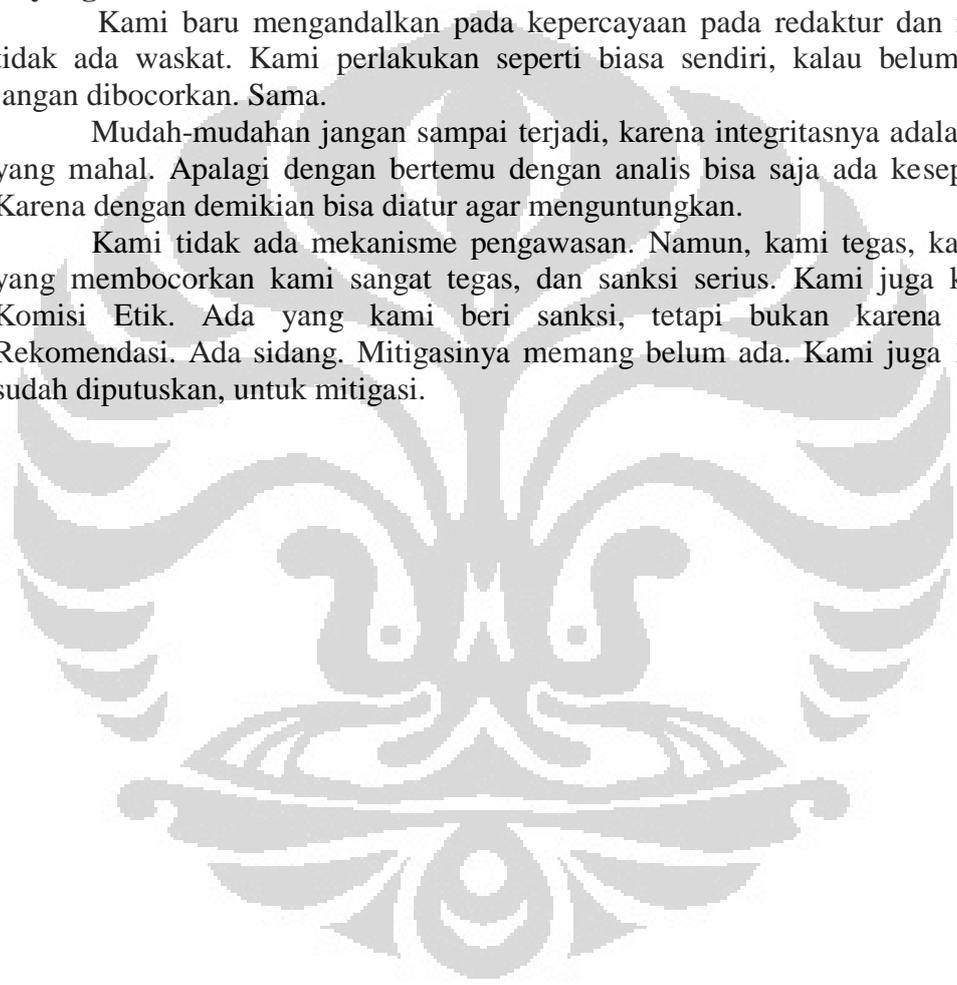
sedang bullish. Akan beda pada 2011. Banyak yang tahan atau netral. Banyak ragunya. Makanya akan beragam.

**9. Kasus the Wall Street Journal menunjukkan bahwa kolom Rekomendasi bisa saja disalahgunakan untuk keuntungan pribadi redaktornya, apakah Harian Kontan memiliki prosedur mitigasi untuk mencegah kesalahan yang sama?**

Kami baru mengandalkan pada kepercayaan pada redaktur dan reporter tidak ada waskat. Kami perlakukan seperti biasa sendiri, kalau belum keluar jangan dibocorkan. Sama.

Mudah-mudahan jangan sampai terjadi, karena integritasnya adalah harga yang mahal. Apalagi dengan bertemu dengan analis bisa saja ada kesepakatan. Karena dengan demikian bisa diatur agar menguntungkan.

Kami tidak ada mekanisme pengawasan. Namun, kami tegas, kalau ada yang membocorkan kami sangat tegas, dan sanksi serius. Kami juga kan ada Komisi Etik. Ada yang kami beri sanksi, tetapi bukan karena Rubrik Rekomendasi. Ada sidang. Mitigasinya memang belum ada. Kami juga 1,5 hari sudah diputuskan, untuk mitigasi.



*Lampiran 2*

**Tabel**  
**Frekuensi Kemunculan Perusahaan Sekuritas**

No.	Nama Sekuritas atau Pengamat	Frekuensi
1.	Danareksa Sekuritas	136
2.	BNI Securities	135
3.	Bahana Securities	95
4.	Bhakti Securities	86
5.	Valbury Asia Securities	79
6.	Samuel Sekuritas Indonesia	68
7.	Mega Capital Indonesia	61
8.	Ciptadana Securities	45
9.	Asia Kapitalindo Securities	45
10.	AAA Securities	28
11.	Kresna Graha Sekurindo	26
12.	Paramitra Alfa sekuritas	26
13.	Trimegah Securities	25
14.	Reliance Securities	25
15.	E-trading Securities	24
16.	Financorpindo Nusa	21
17.	Indo Premier Securities	20
18.	Graha Sekurindo	20
19.	Optima Kharya Sekuritas	17
20.	Syailendra Capital	16
21.	Valbury Asia Future	15
22.	Citi Pacific Sekuritas	12
23.	Batavia Prosperindo	11
24.	Pengamat Pasar Modal Willy Sanjaya	11
25.	Panin Sekuritas	9
26.	Kim Eng Securities	9
27.	Universal Broker Indonesia	9
28.	JP Morgan	8
29.	Sarijaya Permana Sekuritas	7
30.	Lautandhana Sekurindo	7
31.	Waterfront Securities	6
32.	Mandiri Sekuritas	6
33.	NISP Sekuritas	5
34.	DBS Vickers Securities	4
35.	Deutsche Bank AG	3
36.	Sucorinvest Central Gani	3
37.	BNP Paribas Peregrine	3
38.	Sinarmas Sekuritas	3
39.	OSK Nusadana	3
40.	Dongsuh Kalibindo Securities	2
41.	Merrill Lynch Indonesia	2

(Lanjutan)

No.	Nama Sekuritas atau Pengamat	Frekuensi
42.	Credit Suisse	2
43.	Madani Securities	2
44.	Bapindo Bumi Sekuritas	2
45.	Pengamat Pasar Modal Ukie Mahendra	2
46.	Andalan Artha Advisindo	2
47.	Artha Advisindo Sekuritas	2
48.	Erdhika Sekuritas	2
49.	Henan Putihrai Asset Management	1
50.	Morgan Stanley	1
51.	CIC Securities	1
52.	Binaartha Parama	1
53.	CLSA Asia Pacific	1
54.	Danatama Makmur	1
55.	CIMG GK	1
56.	Dinar Securities	1
57.	HD Capital	1
58.	Pengamat Pasar Modal David Cornelis	1
59.	Pefindo	1
60.	Onix Securities	1

Sumber: Diolah dari penelitian