

## PENGARUH KEBERADAAN *INSIDER TRADING* TERHADAP KEMAMPUAN RAMALAN ANALIS : REVISI DAN PERUBAHAN LABA

**Retno Ika Sundari**

*Jurusan Akuntansi*

*Universitas Widya Mandala Madiun*

### ABSTRACT

*Insider trading evokes serious debates. Actually, insider trading is hopefully capable to enhance the value of firms, so the firms appear to be externally 'good'. However the fact shows that the information on insider trading gets a quick response from investors when they are sophisticated. Consequently, when the insiders buy (or sell) stock, they predict that the price of the stock will increase (or decreased); and so will the earnings of the firms.*

*The action performed by the insiders will influence the actual earnings disclosed by the firms management after the forecast of analysts is exposed to markets. The forecast of analysts about the earnings of the firms doesn't include the practice of insider trading, since it is out of analysts' observation. As a result, the analysts will revised their forecast concerning the earnings and the change of securities' prices. The revision of the analysts' forecast will followed unsystematic return. The analysts will revised their forecast of earnings accompanied by positive unsystematic return, and revised their forecast of earnings downward accompanied by negative unsystematic return.*

**Key words** : *insider trading, insider, outsider, analyst, forecast analyst abnormal return*

### A. Latar Belakang

Keberadaan *insider trading* membuat 'kacaunya' suatu perusahaan. Hal ini dilakukan oleh *insider* yang mempunyai informasi yang material yang tidak diungkap ke publik. Berdasarkan informasi tersebut, *insider* akan mendapatkan *abnormal return* dari perdagangan yang dilakukannya.

Di sisi yang lain, *outsider* menggunakan kemampuan analisis sekuritas dalam usahanya membantu pengambilan keputusan misalnya untuk berinvestasi pada suatu perusahaan dengan melakukan pembelian saham. *Outsider* tersebut menggunakan jasa analisis sekuritas mengenai kemampuannya untuk meramal laba, namun keberadaan *insider trading* dalam suatu

perusahaan membuat ramalan analisis mengalami 'kekacauan' karena apa yang diramalkan analisis ternyata berbeda dengan yang diharapkan. Perbedaan tersebut memunculkan tindakan analisis untuk merevisi laba yang diramalkan. Ramalan analisis terpublikasi sebelum manajer mempublikasikan ramalannya, maka disinilah sering terjadi bahwa analisis akan merevisi ramalan labanya.

*Paper* ini secara tidak langsung menguji hipotesis informasi privat dan *mispricing* hipotesis. Hipotesis informasi privat menyatakan bahwa profitabilitas dari *insider trading* didapatkan karena *insider* mengetahui hal yang material, yaitu informasi non-publik mengacu pada kinerja masa yang akan



datang dari suatu perusahaan. *Mispricing* hipotesis menyatakan bahwa perusahaan mempunyai kemampuan untuk mendeteksi *unjustified movements* dari harga saham saat ini.

## B. Insider Trading

### 1. Keberadaan *insider trading*

Sampai saat ini tidak ada definisi yang jelas mengenai *insider trading*. Foster (1986) menyatakan tidak ada definisi yang jelas dari *federal securities law* mengenai 'what is inside information?' atau 'who is insider?' Dari segi hukum, kedua hal tersebut tidak dinyatakan dengan jelas. Hal tersebut dinyatakan dalam kasus yang diungkapkan oleh Gillis (1983) dalam Foster (1986) berdasarkan *Dirks ruling* menguji tentang apakah *insider* melanggar kewajibannya dalam mengkomunikasikan informasi atau apakah informasi tersebut tidak material atau tidak non-publik. Analisis selanjutnya dari segi hukum, Gillis (1984) dalam Foster (1986) menemukan bahwa tidak ada kewajiban untuk menyatakan hal yang tidak semata-mata timbul dari informasi material nonpublik.

Keberadaan *insider* memiliki peran penting untuk memajukan nilai perusahaan. Namun terkadang *insider* melakukan tindakan *moral hazard* untuk meraih kepentingannya. *Outsider* mengira bahwa *insider* akan mendapatkan keuntungan pada tahap setelah *insider* menjual informasinya. Jika *outsider* mengetahui hal tersebut akan terjadi, maka *outsider* akan memilih untuk tidak berinvestasi. Beberapa penelitian mencoba mengkategorikan *insider*.

Seyhun dan Bradley (1997) mengkategorikan tiga klasifikasi *insider* yaitu: *top executive*, *officer* dan *all insider*. *Top executive* meliputi:

*president, CEO, board chair, office-director, chief financial officer* dan *controlling person*. *Officer* meliputi: *top executive* dan semua dengan kata *officer* di belakang jabatannya. Semua *insider* yang meliputi *top executive, officer* dan *owner* memiliki saham 10% atau lebih dari saham yang beredar. Paper ini mengungkapkan *insider* sebagai *all insider*.

*Insider trading* telah menyebabkan perusahaan mengalami kebangkrutan, karena terjadi penjualan yang signifikan oleh *insider* perusahaan yang merasakan bahwa perusahaan tersebut mengalami kebangkrutan sebelum kebangkrutan tersebut terjadi. Penjualan yang besar terjadi pada *top executive* dan *officer*, dan *insider* secara sistematis menjual saham, sebelum harga jatuh dan membeli saham setelah harga saham jatuh. Pola perdagangan tersebut secara implisit mencerminkan kompensasi antara *insider* dan pemegang saham. *Insider* akan menjual sebelum berita tentang *financial distress* diketahui secara publik dan membeli atau memiliki jika *insider* sudah merasa bahwa pasar sudah tidak secara penuh merespon informasi tersebut.

Sementara Ronen (1977) mengemukakan *insider* terdiri dari *corporate officer, director, substantial shareholder* dan *close advisor*. Perusahaan yang dimiliki oleh publik, seperti halnya perusahaan atau orang lain yang mampu untuk mengakses informasi nonpublik dari perusahaan berdasarkan pada kondisi keuangan, hubungan operasional atau prospek yang akan datang. *Insider* tidak boleh melakukan perdagangan dari perusahaan sekuritas yang dimiliki oleh publik.

Berbagai penelitian mengenai *insider trading* menemukan bahwa *insider* memperoleh laba perdagangan



abnormal yang positif. Berbagai penelitian menemukan, *outsider* juga mendapatkan laba karena mengikuti perdagangan *insider* setelah informasi mengenai transaksi *insider* diungkapkan dan hal ini sering dijumpai pada pasar efisien bentuk setengah kuat.

Seyhun (1986) dalam Lin dan Howe (1990) yang mengevaluasi 60.000 transaksi *insider* dari NYSE dan AMEX antara tahun 1975-1981 yang menemukan bahwa *insider* memperoleh *abnormal profit* tidak terlalu besar. Seyhun juga menemukan bahwa '*outsider*' investor tidak dapat membuat *abnormal return* yaitu *net of transaction cost*. Rozeff dan Zaman (1988)-menggunakan data perdagangan *insider* dari NYSE pada tahun 1973-1982-juga menemukan hal yang sama dengan Seyhun.

Lin dan Howe (1990) menemukan adanya profitabilitas perdagangan *corporates insider* dari *OTC / NASDAQ securities*. Bukti yang ada menemukan bahwa *insider* menjual saham ketika periodenya mendapatkan *abnormal return* yang positif dan membeli saham ketika periodenya mendapatkan *abnormal return* yang negatif. *Insider* mengambil keuntungan dengan menggunakan informasi terhadap waktu transaksinya. *Bid-ask spread* yang tinggi menghalangi *insider* untuk merealisasi *abnormal return* yang positif yang berasal dari strategi perdagangan yang aktif.

Meulbroek (1992) menemukan *insider trading* berasosiasi dengan perpindahan harga dan dengan cepat menemukan harga yang terjadi. *Cumulative Abnormal Return (CAR)* yang terjadinya dari *insider trading* ternyata merupakan setengah dari reaksi harga yang terjadi ketika informasi mengenai perdagangan *insider* dibuka ke publik.

Adanya sensitivitas harga terhadap volume hari *insider trading* mengindikasikan adanya karakteristik perdagangan yang khusus seperti ukuran perdagangan, jumlah saham yang diperdagangkan dan total volume perdagangan.

Grinblatt dan Keloharju (2001) menemukan adanya perilaku yang menyebabkan investor melakukan perdagangan. Keputusan investor untuk menjual atau memiliki saham pada suatu periode tertentu secara positif berkaitan dengan *return* saat ini. Kondisi perdagangan juga dipengaruhi oleh investor yang *sophisticated* akan mempertimbangkan perdagangan apakah akan membeli atau menjual. Sebaliknya, investor yang kurang *sophisticated-households, general government dan nonprofit institution-*cenderung akan menghalangi untuk menjual sahamnya dibandingkan dengan membeli saham pada saat *return* masa lalu besar. Pertimbangan tentang siklus hidup suatu sekuritas juga diperhitungkan untuk melakukan perdagangan. Investor cenderung melakukan penjualan pada tahap awal saham, membeli saham pada saat umur saham *middle* dengan *prime earning years* dan menjual kembali saham pada saat saham tersebut sudah tua.

## 2. Peraturan *insider trading*

Peraturan yang menyatakan mengenai larangan perdagangan berdasarkan *insider information* adalah *illegal*. *Section 17(a)* dan *10(b)* yang terdapat dalam SEC 1934, bersama-sama dengan *SEC's Rule 10(b)-5* menyatakan *illegal* bagi *insider* untuk melakukan perdagangan tanpa adanya pengungkapan publik dari semua fakta yang relevan terhadap prospek perusahaan. *Section 16(a)* meminta *corporate officer,*



*directors* dan *shareholder* yang memiliki lebih dari 10% dari semua jenis sekuritas untuk melaporkan kepemilikannya terhadap SEC. *Section 16(b)* meminta semua keuntungan mengenai pembelian dan penjualan sesudahnya dalam 6 bulan untuk dikembalikan kepada perusahaan (Penman 1982).

Informasi yang diperdagangkan di antara *insider* merupakan informasi yang material. Ronen (1977) menemukan informasi 'material' yang merupakan informasi yang penting bagi pertimbangan investor mengenai suatu transaksi dalam suatu sekuritas yang menyatakan apabila diungkap maka akan menyakinkan untuk mempengaruhi harga pasar. Item material tersebut salah satu di antaranya adalah berita mengenai laba atau pengumuman deviden, akuisisi atau disposisi bisnis, negosiasi keuangan, perubahan dalam manajemen atau pengendalian, pengembangan produk baru, ekspansi bisnis lain, litigasi yang signifikan atau *liability claim*.

Contoh adanya *insider trading* sebagai konsekuensi ekonomi dari SFAS no 33 (Odaiyappa dan Nainar 1992) menemukan tentang dampak dari SFAS no 33 tentang pengungkapan akuntansi yang dimandatkan mengenai inflasi, namun, ada keterbatasan karena tidak ada peraturan yang komprehensif mengenai *insider trading*. Penelitian terdahulu menggunakan harga sekuritas yang menemukan sedikit adanya *information content* (Beaver dan Landsman 1983) dalam Odaiyappa dan Nainar (1992) tetapi penelitian selanjutnya (Bublitz et al. 1985, Lobo dan Song 1989) menemukan bahwa harga saham direaksi sebagai informasi dengan menggunakan data *insider trading*, menemukan bukti yang kon-

sisten bahwa *insider trading* dipengaruhi oleh SFAS no 33.

Berdasarkan *section 10(b)* dari 1934 Act dampak tiap keuntungan yang dibuat oleh masing-masing orang terhadap sekuritas perusahaan yang berkaitan dengan pembelian dan penjualan atau sebaliknya penjualan dan pembelian di tiap periode 6 bulan dari *issuer*. Periode 6 bulan dihitung dari saat adanya transaksi dan *carried backward* atau *forward*. Keuntungan tersebut ditentukan dengan perbandingan yang mudah terhadap semua pembelian dengan semua penjualan selama periode 6 bulan. Hal itu *liable* untuk *section 16(b)* mengenai keuntungan ketika secara keseluruhan ekonomi mengalami *loss* selama perdagangan, jika perbandingan dari tiap pembelian dan penjualan periode tersebut berada dalam *order of equity* dan sekuritas yang lain *convertible* atau digunakan untuk beberapa sekuritas yang berkaitan dengan '*paper profit*' untuk memperoleh keuntungan.

*Net effect* dari *insider trading rules* yang secara tinggi berkaitan dengan pembuatan, pemrosesan dan pengkomunikasian *inside information*. Keberadaan *inside information* mempunyai dampak alokatif, *net effect* dari *trading rules* dan akan mencegah pembuatan dan penyebaran informasi yang meningkatkan alokasi dari *resources*. Keberadaan peraturan mengenai *inside information* pada awalnya untuk mencegah *undesirable redistribution wealth* yang berkaitan dengan akses terhadap informasi.

Peraturan yang dipertimbangkan harus dinilai sebagai peningkatan dari sasarannya. Hal ini memungkinkan mengenai *welfare increment* yang berasosiasi pengaruh peraturan yang mengeluarkan distribusi *wealth* yang



mempunyai dampak terbalik terhadap insentif untuk membuat informasi, karena informasi tersebut menguntungkan dalam jangka pendek mengenai alokasi efisiensi. Tetapi apakah alokasi tersebut memberikan kontribusi *net social benefit* juga tergantung pada dampak dari *wealth distribution*.

## 2. Penyebaran ramalan informasi perusahaan dan Eksploitasi dari *inside information* terhadap *insider trading*.

*Corporate insider* mempunyai akses terhadap informasi melebihi *outsider*. *Insider* memperoleh keuntungan perdagangan dari penggunaan *inside information*, hal ini mempunyai implikasi yang jelas mengenai efisiensi pasar. Fama (1970) menemukan bentuk setengah kuat dari hipotesis efisiensi pasar, dan menyatakan bahwa semua informasi publik secara penuh tercermin dalam harganya, sedangkan hipotesis bentuk kuat dari tentang harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang relevan, apakah informasi tersebut diungkap ke publik dengan implikasi tidak ada laba *abnormal* yang dibuat dengan menggunakan *inside information*.

Penelitian yang dilakukan Penman (1982) menemukan perdagangan sekuritas dari *corporate insider* di sekitar waktu pembuatan pengumuman publik tentang prospek perusahaan, secara khusus terhadap ramalan laba tahunan. Melalui perdagangan *insider* akan mengambil keuntungan dari revisi harga berkaitan dengan pengumuman-nya, sehingga akan mendapatkan *abnormal return* terhadap penyebaran informasinya.

Givoly dan Palmon (1985) melanjutkan penelitian yang dilakukan oleh Penman (1982) dan menemukan kebe-

radaan dari *abnormal return* diperoleh *insider* dari realisasi perubahan harga yang timbul dari pengungkapan perdagangan itu sendiri atau pengungkapan setelah berita spesifik mengenai kerahasiaan perusahaan. Sayangnya, penelitian yang dilakukan oleh Givoly dan Palmon gagal untuk menunjukkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Penman. Hal ini dikarenakan adanya sampel yang diambil dari perusahaan kecil (*listing* di AMEX)

Pengklasifikasian 'good' atau 'bad news' berdasarkan harapan sebelumnya dari perdagangan sekuritas. Pengukuran pasar mengenai 'market expectation' diklasifikasikan sebagai 'good', 'bad' atau 'neutral' tergantung pada respon pasar terhadap *disclosure* yang diukur melalui CAR. Kejadian yang menemukan 'good news' (*bad news*) diikuti dengan pembelian (penjualan) oleh *insider*. Givoly dan Palmon hanya mempertimbangkan *good* atau *bad news* yang pertama setelah transaksi *insider*. Hasil analisisnya menemukan bahwa tidak ada hubungan yang konsisten dengan hipotesis yang dinyatakannya bahwa *insider* menggali informasi tentang pengungkapan berita selanjutnya untuk mendapatkan *insider gain*.

Berdasarkan hal tersebut, tingkat profitabilitas *insider trading* merupakan respon pasar terhadap informasi yang dipublikasikan dari perdagangan itu sendiri atau pengembangan jangka lebih panjang tidak terdapat pengungkapan kejadian spesifik dari periode saat itu terdapat perdagangan *insider*. Dengan demikian, investor yang menerima *trading* sebagai suatu tanda yang memberikan informasi tentang kejadian yang akan datang sebagai indikator.

*Abnormal return* yang signifikan didapatkan dari perdagangan yang lemah, hal ini berarti investor mendapatkan



pengetahuan yang lebih dan mengikuti langkah dari *insider*. Dengan demikian, pencarian informasi *insider* tidak terjadi, sehingga tidak dapat menjelaskan observasi dari tingkat profitabilitas *insider trading*. Givoly dan Palmon akhirnya menemukan bahwa keuntungan dari *insider trading* tidak berasosiasi dengan pengungkapan berita spesifik mengenai perusahaan. Sampel perusahaan kecil yang *listing* di AMEX telah membuat adanya *downward bias* dalam mengestimasi beta yang relevan. Hal ini terjadi karena harga penutupan tidak mencerminkan perubahan indeks pasar karena tidak memasukkan harga perdagangan saham yang terakhir.

### C. Ramalan Manajemen vs Ramalan Analisis Sekuritas

Seperti yang sudah dikemukakan di atas, kemampuan prediksi para analis akan lebih tepat jika perusahaan mengungkapkan *disclosure* kepada publik. Semakin banyak *disclosure* yang diungkap ke publik akan semakin akurat prediksi laba perusahaan. Dengan demikian *error forecast earning* akan mengecil. Walaupun ketepatan ramalan *analyst* akan lebih tepat jika terjadi peningkatan *disclosure*, namun, manajer tetap perlu mengungkapkan ramalannya terhadap laba karena diyakini manajer akan memainkan peran yang lebih (misalnya dengan meratakan *earning*, penggunaan prosedur akuntansi dan bentuk laporan keuangan) dan lebih mengetahui perusahaan (berdasarkan asumsi *going concern*).

Ramalan manajemen mempunyai potensi untuk dapat memisahkan informasi internal, seperti halnya rencana produksi masa yang akan datang dan anggaran *advertising*. Penelitian yang dilakukan oleh Lees (1981) dalam Foster (1986) menemukan secara ra-

sional mengenai peramalan *voluntary* oleh manajemen adalah untuk meningkatkan ramalan yang dibuat oleh analis. Waymire (1984) dalam Foster (1986) menemukan adanya konsistensi dengan konsensus ramalan analis yang kurang akurat dibandingkan dengan ramalan manajemen. Manajemen mempunyai akses terhadap informasi nonpublik dan mereka dapat menggunakan ramalan laba sebagai arti pengkomunikasian informasi tersebut kepada publik.

Foster (1986) menemukan adanya kesulitan yang timbul ketika membuat perbandingan antara analis sekuritas dan ramalan manajemen:

1. Fungsi manajemen dan analis sekuritas akan hilang ketika ramalan yang dibuat tidak sama.
2. Analisis dan manajemen memperoleh keuntungan *reciprocal* dari interaksi yang ada. Adanya insentif dari kedua sisi untuk mengkomunikasikan informasi jika terjadi '*insider trading*' dari hukum yang ada. Hubungan tersebut menyatakan bahwa peneliti eksternal menemukan kesulitan untuk membedakan penjelasan yang berbeda untuk suatu penemuan tidak ada perbedaan dari kesalahan ramalan. Misalnya: (1) manajemen dan analis tidak mempunyai *comparative advantage* dalam peramalan. (2) manajemen mempunyai superioritas yang signifikan dalam peramalan tetapi pembagian ramalannya dengan analis tanpa ramalan yang terpublikasi.
3. Manajemen mempunyai kemampuan untuk mempengaruhi variable yang diramal melalui *financing*, *operating* atau *production decision* dan mungkin akan mempunyai insentif ekonomi yang kuat. Sebagai lawannya, analis sekuritas tidak dapat mengambil tindakan terhadap ramalannya yang lebih akurat.



Namun, sampai saat ini masih terdapat ambiguitas mengenai keakuratan kedua ramalan tersebut. Terdapat dua kubu penelitian yang saling bertentangan. Copeland dan Marioni (1972), Hagerman dan Ruland (1977) dalam Rulland (1978) dan McDonald, Lorek, dan Patz (1976) menyatakan bahwa ramalan manajemen yang akurat. Ramalan oleh manajemen dianggap lebih akurat karena adanya beberapa alasan, manajer memberikan informasi berdasarkan penelitian pasar yang *up-to-date* yang mengetahui rencana saat ini dan memiliki akses terhadap informasi laporan keuangan yang detail dan ramalan yang ada cenderung *over-estimate* dengan demikian manajer terkadang menjalankan apa yang dipertimbangkannya terhadap ramalan keuangan.

Sisi yang lain, penelitian yang dilakukan oleh Cragg dan Malkiel (1968) menemukan bahwa ramalan analisis yang lebih akurat. Keakuratan analisis lebih dikarenakan analisis lebih obyektif dalam menilai informasi perusahaan dan selanjutnya mampu untuk mengembangkan ramalan yang lebih akurat. Selain itu, analisis keuangan juga bertindak sebagai penyaring informasi yang akan digunakan oleh *user*.

Kedua kubu yang menyatakan ramalan yang lebih akurat, tidak dapat disalahkan begitu saja, karena kedua ramalan tersebut juga penting bagi *user*. Ramalan keduanya bisa berbeda karena adanya saat ramalan tersebut diungkap, apakah diungkap pada saat atau diawal perusahaan melakukan ramalan. Manajemen secara simultan akan mengungkapkan ramalan tahunannya dan pada laporan kuartal kedua dari ramalan tahunan tersebut, terdapat laporan tentang laba aktual. Analisis telah menyatakan ramalannya

sebelum dinyatakan pada laporan laba kuartalan ke-2. Ramalan analisis itu sendiri merupakan ramalan dari tiga kuartal yang telah ada dengan adanya interval waktu tersebut sehingga wajar saja apabila *user* menilai ramalan manajemen yang lebih akurat.

#### D. Revisi Ramalan Analisis

Keberadaan *insider trading* telah membuat ketepatan analisis mengalami kekeliruan. Hal itu dikarenakan *insider* cenderung melakukan perdagangan berdasarkan *inside information*. Range yang lebar dari laba aktual dan ramalan yang dibuat analisis berdasarkan laporan keuangan, akan membuat analisis perlu untuk merevisi ramalannya tersebut. Pada dasarnya analisis tidak akan merevisi ramalannya, karena revisi tersebut secara tidak langsung membuat pasar menjadi ragu mengenai kemampuan ketepatan ramalan analisis, dengan demikian, *image outsider* terhadap analisis tersebut mengalami penurunan. Foster (1986 hal 271-275) menemukan mengenai keberadaan revisi analisis sekuritas yang mempunyai hubungan yang relatif kuat di antaranya:

1. Setiap bulan dari kalender yang ada, hanya minoritas dari analisis sekuritas penjelasan yang memungkinkan untuk sejumlah besar observasi dalam kategori yang 'tidak berubah' meliputi:
  - a. Seringkali para analisis memilih sejumlah besar sekuritas dan tidak setiap analisis mempunyai waktu untuk membuat analisis yang terperinci untuk setiap perusahaan dalam setiap bulannya.
  - b. Hanya seperangkat kecil saham dalam satu bulan yang mempunyai informasi yang *unexpected* signifikan yang menyatakan analisis untuk merevisi ramalannya.



2. Ketika ramalan analisis tentang EPS untuk tiap bulan dari beberapa tahun dari *horizon* ramalan akan mempunyai korelasi yang positif dalam tanda revisi ramalan yang *contemporaneous* antar tahun dalam suatu *horizon*. Salah satu konsekuensi dari korelasi positif dalam revisi ramalan *contemporaneous* antar tahun dalam suatu *horizon* yaitu pengurangan *information content incremental* dalam revisi ramalan pada tahun *horizon* tersebut.

Imhoff dan Lobo (1984) menemukan adanya bukti hubungan antara revisi ramalan laba dan perpindahan harga saham yang *contemporaneous*. Penelitian yang dilakukan oleh Imhoff dan Lobo (1984) mengabaikan hubungan antara ramalan analisis dan manajemen. Secara normal, perusahaan tidak akan mengungkapkan *issue* kepada publik mengenai ramalan data akuntansi sebagai dasar yang regular. Hal ini dilakukan karena adanya salah satu motivasi dari manajer perusahaan terhadap ramalan publik adalah untuk mengoreksi *inaccurate expectation* (terlalu optimis atau terlalu pesimis) terhadap partisipan pasar yang melakukan ramalan tersebut, misalnya saja ramalan analisis.

Analisis masih melakukan pertemuan dengan perusahaan dalam usahanya untuk mengkonfirmasi informasi atau mendapatkan informasi baru yang meningkatkan prediksinya mengenai data akuntansi terutama mengenai ramalan laba masa yang akan datang. Ramalan laba yang terpublikasi oleh berbagai perusahaan perantara yang berbeda dan jasa investasi yang secara berkelanjutan di-*updated* dan dijual kepada investor. Ramalan analisis baik yang bersifat melengkapi ramalan manajemen dalam suatu periode ketika

manajemen menyatakan ramalannya terhadap publik dan juga berlaku sebagai tindakan ketika manajemen tidak menyatakan ramalannya kepada publik.

Ramalan yang dilakukan oleh analisis individual seringkali membuat suatu kesalahan. Namun jika terdapat ramalan analisis secara *consensus* maka kesalahan ramalan dapat diminimalisir sehingga memberikan pengujian yang lebih berguna mengenai *information content* dibandingkan jika ramalan tersebut dilakukan oleh analisis tunggal. Evaluasi perubahan dalam ramalan *consensus* yang diatur melalui pengumuman kepada publik yang dibuat oleh manajemen berdasarkan laba aktual dan yang diprediksikan dalam usahanya untuk menggalikan *information content* ketika ramalan manajemen dilengkapi atau ketika ramalan manajemen digantikannya.

Revisi ramalan mengindikasikan analisis menerima informasi baru, namun tidak ada teori yang menjelaskan mengapa/bagaimana laba yang diramalkan atau revisinya berkaitan dengan harga sekuritas. Penelitian empiris yang berkaitan dengan ramalan laba menyatakan bahwa *disclosure* berasosisasi dengan *abnormal return* ketika dipublikasikan (Givoly dan Lakonishok 1979) dalam Imhoff dan Lobo (1985) dan Patell (1976). Imhoff dan Lobo (1984) mengharapkan hal yang sama untuk revisi ramalan analisis karena mencerminkan sebagai bagian komunikasi antara manajer dan suatu kelompok analisis sekuritas. Ternyata *information content* dari revisi ramalan analisis lebih mengacu ada ramalan keatas dari rata-rata laba yang diprediksikan dan disertai dengan *unsystematic return* yang positif dan revisi kebawah dari rata-rata laba yang diprediksikan disertai dengan *unsystematic return* yang negatif.



### E. *Insider trading*, Perubahan Laba dan Harga Saham

Diawali oleh Ball dan Brown (1968) berbagai penelitian menyatakan adanya perubahan *unexpected* laba yang berasosiasi dengan perubahan *unexpected* dari nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Givoly dan Palmon (1985) menemukan adanya asosiasi yang timbul karena tindakan pasar jika terjadi *insider trading* yang merupakan sumber yang penting mengenai prospek jangka panjang perusahaan.

Berbagai analisis yang melaporkan *insider trade* dari sampel perusahaan yang besar untuk periode waktu 1978-1987 menemukan bahwa *insider trading* pada awal tahun bukanlah prediktor yang bagus dari tahun *unexpected earning*. Adanya respon dari *return* terhadap *unexpected earning* lebih besar ketika penilaian implikasi dari tanda *unexpected earning* terhadap *net insider trading* (membeli/+ dan menjual/-). Dampak tersebut secara nyata bagi perusahaan untuk melaporkan *unexpected earning* yang dilakukan oleh *insider* terhadap *net purchaser*. Berdasarkan hal tersebut, berarti *insider trading* memberikan informasi yang tidak tercakup sepenuhnya dalam laba tahunan.

SEC 1934 dan SEC Rule 10b-5 memerintahkan, tapi tidak menghalangi aktivitas perdagangan dari *corporate insider*. Peraturan tersebut menyatakan bahwa *insider* tidak 'menyatakan informasi *insider* yang material' sebelum perdagangan dalam sekuritas perusahaan atau 'abstain dari perdagangan.' Informasi yang tersedia bagi *insider* kurang dramatis dan *insider* relatif bebas untuk berdagang ketika kinerja perusahaannya di masa yang akan datang, dalam penilaiannya berbeda dari yang diharapkan oleh *outsider*. Beberapa penelitian menya-

takan adanya hubungan antar *insider trading* dan pengungkapan perusahaan. *Insider* tidak secara konsisten menggunakan *foreknowledge* mengenai kejadian yang akan datang seperti *merger*, atau pengumuman laba atau deviden dari aktivitas perdagangan (Givoly dan Palmon 1985)

Pelaporan akuntansi yang diungkap oleh perusahaan merupakan suatu hasil dari proses pengukuran yang komprehensif. Laba akuntansi tahunan pada saat diumumkan terdiri dari: (1) suatu ringkasan dari beberapa informasi yang siap untuk dikomunikasikan kepada pasar dengan sumber-sumber non-akuntansi yang lebih tepat waktu dan (2) beberapa informasi khusus perusahaan yang baru. Ketika laba tersebut diungkap ke pasar, dan ternyata ramalan analisis berbeda jauh, maka analisis perlu merevisinya. Revisi yang diberikan oleh analisis berasal dari *good news* atau *bad news* yang dilakukan oleh *insider*.

Allen dan Ramanan (1995) menemukan adanya *joint information content* sebelum *insider trading* dan *earning surprises* pada saat pengumuman laba tahunan. Kemampuan proses pengukuran laba untuk mencapai informasi yang dituju dari koefisien *unexpected earning* dalam suatu regresi Collins dan Kothari (1989) dan Easton dan Zmijewski (1989) yang seringkali disebut sebagai ERC. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa *insider trading* mengacu pada pembelian oleh *insider* untuk menyatakan informasi yang *favorable* dan penjualan menyatakan informasi yang *unfavorable* tentang prospek masa yang akan datang dari perusahaan.

Berdasarkan hal tersebut, maka perusahaan akan melaporkan *positive* (*negative*) *unexpected earning*, informasi yang *favorable* (*unfavorable*) oleh proses



pengukuran laba yang dikonfirmasi dengan pembelian (penjualan) *insider* yang dilawankan dengan penjualan (pembelian) oleh *insider*.

Penelitian yang dilakukan oleh Sivakumar dan Vijakumar (2001) yang mengkategorikan *insider trading* menjadi 4 kelompok (sesuai dengan metodologi yang dipakai oleh Sivakumar dan Waymire (1994) dalam Sivakumar dan Vijakumar (2001) dan Allen dan Ramanan (1995), hasilnya MONSALE 1,2,3 signifikan positif sehingga analisis akan merevisi ramalan labanya ke atas ketika *insider* melakukan penjualan. MONSALE 4 signifikan negative sehingga analisis akan merevisi ramalan labanya ke bawah ketika *insider* melakukan penjualan dalam periode *unexpected earning* yang negative. MONPUR 1,2,3 signifikan positif analisis merevisi ramalannya ke atas mengikuti pembelian *insider*. MONPUR 4 signifikan negatif, analisis merevisi ramalan laba ke bawah ketika *insider* melakukan pembelian.

## F. Simpulan

*Insider trading* telah menimbulkan perdebatan yang seru. Di satu sisi, se-

benarnya *insider trading* diharapkan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan sehingga dilihat dari 'luar' nilai perusahaan tersebut baik. Namun yang terjadi, ketika investor tersebut *sophisticated*, maka informasi tentang *insider trading* langsung direspon pasar, sehingga ketika *insider* membeli (menjual) saham, maka diinterpretasikan harga saham akan meningkat (turun), demikian juga dengan laba perusahaan.

Kegiatan yang dilakukan *insider* tersebut, akan mempengaruhi laba aktual yang akan diungkap oleh manajemen perusahaan pada kuartal kedua setelah ramalan analisis diungkap ke pasar. Ramalan analisis tentang laba perusahaan tersebut tidak mencakup adanya *insider trading*, hal ini diluar amatan analisis. Dengan demikian, analisis akan merevisi ramalannya terkait dengan laba dan perubahan harga sekuritas. Revisi ramalan analisis akan mengikuti *unsystematic return*, analisis akan merevisi ramalan labanya keatas disertai dengan *unsystematic return* yang positif dan merevisi ramalan labanya ke bawah disertai dengan *unsystematic return* yang negatif.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brown, Lawrence D., dan Michael S Rozeff. 1979. Univariate Time Series Models of Quarterly Accounting Earning Per Share: A Proposal Mode. *Journal of Accountitng Research*, 179-189.
- Bublitz, Bruce., Thomas J Frecka dan James C. Mc Keown. 1985. Market Association Test and FASB Statement no 33 Disclosure: Reexamination, *Journal of Accounting Research*, 1-27.
- Copeland, Thomas E. 1976. A Model of Asset Trading Under the Assumption of Sequential Arrival, *Journal of Business*, 1149-1168.
- Fama, Eugene F., Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Business*, 383-423.



Foster, G., *Financial Statement Analyst*, Prentice Hall, New York, 1986.

Imhohm Eugene A., dan Gerald J Lobo. 1984. Information Content Analysts  
Composite Forecast Revisions, *Journal of Accounting Research* ,541-554.

Lin, Ji-Chai., dan John S Howe. 1990. Insider Trading in the OTC Market, *The Journal  
of Finance*,1273-1284

Odaiyappa, Ramasamy.. dan S.M Khalid Nainar. 1992. Economic Consequences of  
SFAS no 33-An Insider Trading Perspective, *The Accounting Review*,599-609.

Patel, James M. 1976. Corporate Forecast of Earning Per Share and Stock Price  
Behavior: Empirical Test, *Journal of Empirical Research*, 246-276.

Pennman, Stephen H. 1985. Insider Trading and the Dissemination of Firm Forecast  
Information , *Journal of Business*, 479-503.

Rozeff, Michael C., dan Mir A Zaman. 1988. Market Efficiency and Insider Trading:  
New Evidence, *Journal of Business*, 25-44.

Ronen, Joshua. 1977, The Effect of Insider Trading Rules on Information Generation  
and Disclosure by Corporation, *The Accounting Review*, 438-449.

Rulland, William. 1978, The Accuracy of Forecast by Management and Financial  
Analyst, *The Accounting Review*, 439-447.

Seyhun, H Nejat., dan Michael Bradley. 1997. Corporate Bankruptcy and Insider  
Trading., *Journal of Business*, 189-216.