JURNAL AKUNTANSI DAN KEUANGAN
Volume 3, No. 1, April 2004
Halaman 51 - 61

PERBEDAAN *FORECASTING TIME SERIES* DENGAN KEPUTUSAN ANALIS

Rahmawati
Universitas Sebelas Maret Surakarta

*Research about mistake of estimate of analyst yield finding which is not consistent because most them of this point estimate than component earnings from mistake of calculation. Valuation model superiority analyst (SA) is better than Time Series (TS) implication not that valuation model SA represent size measure of expectation which is superior in study of "*event *or "of "*content information. *Relevant criterion for evaluation expectation model in the study is with association between* return *which do not be expect with information which is earn, non pursuant to ability of prediction. Research hereinafter ought to use broader valuation base as* benchmark *provided with* earnings *ago and share price informations, macro economic data, company financial statement data, analyst valuation, and also use criterion* return *which do not be expect.*

Keywords: *superiority analyst, time series, return, analyst valuation*

PENDAHULUAN

Para peneliti akademik memerlukan adanya ukuran yang akurat mengenai ekspektasi pasar terhadap *earnings* perusahaan yang akan datang dalam rangka untuk melakukan berbagai macam studi penelitian empiris. Masyarakat investasi memerlukan taksiran *earnings* untuk mengevaluasi perusahaan-perusahaan dan pembuatan keputusan portofolio. Ketika para peneliti akademik memerlukan ekspektasi *earnings* perusahaan, pada umumnya mereka menggunakan estimasi yang diperoleh dari model-model *time-series* (TS). Di sisi yang lain, masyarakat investasi mengandalkan kepada taksiran *earnings* yang dihasilkan oleh analis keuangan (SA) (Brown dkk. 1987).

Beberapa studi telah dilakukan untuk membandingkan antara kemampuan prediksi SA dengan taksiran model TS. Beberapa studi menyimpulkan bahwa taksiran SA secara signifikan memberikan

prediksi yang lebih baik dibandingkan model taksiran TS, sementara yang lain menentang hal tersebut dan menyatakan bahwa taksiran *earnings* SA secara signifikan tidak lebih akurat dibandingkan model taksiran TS. Temuan-temuan yang saling bertolak belakang tersebut telah menyebabkan beberapa peneliti menyimpulkan bahwa bukti yang menunjukkan adanya keunggulan komparatif keakuratan taksiran SA sebagai hal yang bersifat berlebihan (*overstated)*, sementara yang lain menilai bahwa superioritas SA terhadap TS sebagai suatu artifak di dalam isu tentang perancangan eksperimental.

Untuk menunjukkan contoh tentang adanya isu perancangan eksperimental, ditegaskan bahwa superioritas SA terutama hanya terjadi pada tahun-tahun tertentu atau periode pelaporan kuartal tahun fiskal tertentu; sementara hasil penelitian yang lain menunjukkan bahwa superioritas SA tidak terjadi di dalam horison taksiran waktu yang lebih panjang. Superioritas taksiran SA juga dapat menjadi suatu artifak di dalam isu perancangan eksperimental lainnya, seperti misalnya di dalam pendefinisian kesalahan taksiran, pengidentifikasian dan atau perlakuan terhadap *outliers*, pengkondisian kuartal fiskal atas taksiran dan atau pengujian statistik terhadap kesimpulan yang ditarik.

Selama ini penelitian sebelumnya pada umumnya memusatkan perhatian pada isu tentang superioritas taksiran SA dan belum pernah dilakukan pengujian tentang superioritas SA dalam kaitannya dengan: (1) utilisasi SA terhadap informasi yang ada pada saat inisiasi dengan menggunakan model taksiran TS (SA memiliki *contemporaneous advantage*) dan, (2) utilisasi SA terhadap informasi yang diperoleh setelah inisiasi dengan menggunakan taksiran model TS, tetapi sebelum tanggal taksiran inisiasi SA (*timing advantage*).

Banyak penelitian akuntansi dan keuangan menggunakan perkiraan analis sebagai proksi kepercayaan investor. Jika investor gagal mengakui rata-rata bias dari dua kelompok perusahaan yang meningkat dan turun, maka kemampuan prediksi kesalahan perkiraan menggambarkan perbedaan secara *cross section* dalam *return* saham pasar di masa yang akan datang untuk dua kelompok perusahaan tersebut. Berdasarkan pada penelitian psikologi, manajer punya keinginan untuk mendapatkan *earnings* yang tinggi agar mereka optimis mendapatkan *earnings* harapan yang tinggi juga. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jiambalvo dkk. (1998) menggambarkan bahwa perkiraan dari meningkatnya *earnings* akan bias secara negatif (misalnya, optimis) dan perkiraan dari penurunan *earnings* akan sedikit bias secara negatif dibandingkan dengan perkiraan peningkatan *earnings*. Ada kejadian yang mengindikasikan perkiraan untuk perusahaan-perusahaan yang

meningkat lebih tinggi optimisnya dan menurun lebih pesimis.

Area penelitian utama yang lain yang menarik adalah kemampuan perkiraan analis dan ulasan keputusan mereka. Perilaku analis penting bagi penelitian akuntansi karena analis adalah sumber perantara informasi yang menggunakan dan menginterpretasikan data akuntansi. Karena, hasilnya harga saham merefleksikan hasil analisis mereka. Rata-rata investor yang hati-hati mungkin punya sedikit waktu, keahlian atau sumber daya untuk menganalisis dan menginterpretasikan laporan keuangan, maka analis merupakan suatu cara yang dapat memberikan informasi. Pemrosesan informasi analis yang efisien dapat mendukung efisiensi harga saham. Penyelidikan perkiraan analis dapat mengakses pentingnya data akuntansi secara relatif dengan total informasi campuran (Beaver 2002).

Perkiraan analis tentang *earnings* lebih akurat karena mereka dapat merefleksikan sistem informasi. Bagaimanapun, literatur-literatur telah memeriksa isu-isu yang berhubungan dengan temuan perkiraan mana yang lebih akurat, biasnya, keterbatasan pemrosesan dan pertimbangan strategis.

REVIEW PENELITIAN ISU PERBANDINGAN SUPERIORITAS TAKSIRAN ANALIS DENGAN MODEL *TIME SERIES*

Hasil pengujian yang dilakukan terhadap 233 perusahaan selama 24 kuartal menunjukkan bahwa SA merupakan penaksir *earning* yang superior relatif dibandingkan dengan tiga model *univariate* TS yang sering direpresentasi di dalam literatur sebagai hasil angka-angka *earnings* kuartalan perusahaan (Brown dkk. 1987). Penelitian tersebut juga menguji apakah keunggulan model SA adalah sehubungan dengan: (1) utilisasi yang lebih baik terhadap informasi yang ada pada waktu model-model TS mampu untuk menginisiasi taksiran—disebut *contemporaneous advantage* dan (2) terjadinya akuisisi terhadap informasi antara saat inisisasi taksiran model TS dan pada saat taksiran SA dipublikasi—disebut *timing advantage*. Meskipun bukti yang ada menunjukkan bahwa superioritas SA dapat diatribusi kepada kedua faktor, namun peneliti tidak menilai pentingnya secara relatif faktor-faktor tersebut. Selain itu, peneliti juga tidak mengidentifikasi atribut spesifik himpunan (*set*) informasi SA yang dihasilkan oleh superioritas taksiran SA.

Terdapat beberapa catatan penting di dalam penelitian tersebut. Pertama, hasil penelitian tersebut hanya dapat diterapkan dalam kondisi yang sempurna, terutama dalam kaitannya dengan sumber analisis, sampel perusahaan, periode waktu, dan *benchmark* model TS. Oleh

karena itu, hasil tersebut tidak dapat digeneralisasi terhadap semua analisis, perusahaan, periode waktu, dan model. Kedua, hasil studi tersebut tidak dapat memecahkan persoalan ambiguitas yang terdapat di dalam literatur yang membandingkan akurasi prediksi model SA dan TS. Resolusi terhadap temuan-temuan yang saling bertolak belakang tersebut memerlukan pertimbangan dari semua analis, perusahaan, periode waktu, dan metodologi yang digunakan. Ketiga, peneliti tidak mempertimbangkan *magnitude* biaya dan manfaat penggunaan model taksiran SA dan TS. Berdasarkan hal-hal tersebut, penelitian yang akan datang seharusnya mempertimbangkan biaya relatif untuk memperoleh taksiran SA dibandingkan dengan taksiran model TS, sensitivitas hasil studi mengenai kandungan informasi sebelumnya yang menggunakan taksiran SA dibandingkan dengan taksiran model TS, serta kondisi potensial ketika taksiran model TS lebih akurat dibandingkan dengan taksiran model SA.

Akhirnya, penelitian Brown dkk. tersebut membatasi fokus terhadap akurasi prediksi taksiran model SA terhadap taksiran model TS. Temuan peneliti bahwa prediksi SA adalah lebih baik dibandingkan dengan taksiran model TS merupakan hal yang tidak mengejutkan. Selanjutnya, temuan peneliti bahwa taksiran model SA adalah lebih baik daripada TS tidak berimplikasi bahwa taksiran model SA merupakan ukuran ekspektasi yang superior di dalam studi "*event*" atau "*information content*." Kriteria yang relevan untuk pengevaluasian model ekspektasi di dalam studi tersebut adalah dengan mengasosiasikan antara *return* yang tidak diekspektasi dengan informasi yang diperoleh, bukan berdasarkan kemampuan prediksi. Penelitian selanjutnya seharusnya menggunakan dasar taksiran yang lebih luas sebagai *benchmark* yang dilengkapi dengan *earnings* yang lalu dan informasi-informasi harga saham, data ekonomi makro, data laporan keuangan perusahaan, taksiran analis, serta menggunakan kriteria *return* yang tidak diekspektasi.

Banyak penelitian-penelitian yang menyimpulkan bahwa perkiraan analis lebih optimis, meskipun ada biasnya. Tingkat bias perkiraan analis berhubungan dengan *underwriter*. Analis akan mempunyai kemampuan perkiraan yang lebih baik nampaknya tergantung pada kemampuan hidup yang lebih tinggi (Mikhail dkk. 1999; Clement 1999). Kesalahan perkiraan berdasarkan pada perkiraan analis yang secara seri berkorelasi, yang mana juga konsisten dengan ide bahwa perkiraan analis tidak secara penuh merefleksikan semua informasi yang tersedia (Dechow dkk. 1999).

Finger (1994) melakukan penelitian yang bertujuan menguji

hubungan nilai atas *earnings* melalui pengujian kemampuan untuk memprediksi dua keuntungan investasi di masa yang akan datang yaitu *earnings* dan arus kas. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data tahunan dan sampel 50 perusahaan dengan periode amatan tahun 1935-1987. Variabel yang digunakan adalah *earnings* dan arus kas, serta *deflator* indeks harga konsumen dan nilai pasar saham. Hasil yang diperoleh adalah *earnings* merupakan prediktor yang signifikan atas *earnings* di masa datang, model random walk memberikan peramalan sampel satu tahun kedepan lebih baik dibanding model estimasi individual, faktor deflator IHK tidak berpengaruh, arus kas merupakan prediktor superior untuk jangka pendek dan prediktor *earnings* dan arus kas diperkirakan ekuivalen untuk prediksi jangka pendek. Metoda yang digunakan adalah regresi *time-series* dan kemudian melakukan pengujian di luar sampel. Arnold dkk. (1991) memberikan kritik terhadap penelitian sebelumnya tentang kandungan informasi arus kas yang hanya menitikberatkan pada satu komponen arus kas daripada komponen arus kas secara keseluruhan dan tidak memahami teori penilaian.

KEAKURATAN DAN BIAS PERKIRAAN ANALIS

Studi yang bertujuan menyelidiki bagaimana diversifikasi internasional perusahaan berpengaruh pada akurasi dan bias peramalan laba analis dilakukan oleh Duru dan Reeb (2002). Beberapa studi terdahulu telah menguji determinan-determinan akurasi peramalan (misalnya Brown dkk. 1987; Clement 1999) menyimpulkan bahwa akurasi peramalan laba tergantung pada kesulitan atau kompleksitas tugas peramalan.

Studi Clement (1999) menemukan adanya hubungan antara keakuratan perkiraan analis dengan pengalaman analis (merupakan surogasi dari kemampuan dan keahlian analis) dan jumlah karyawan (merupakan surogasi sumber daya yang tersedia) dan berhubungan negatif dengan jumlah perusahaan dan industri yang diikuti oleh analis (pengukuran dari kompleksitas tugas). Hasil tersebut menggambarkan bahwa karakteristik analis mungkin berguna dalam perbedaan prediksi kinerja perkiraan dan harapan pasar yang mungkin ditingkatkan dengan memodelkan karakteristik-karakteristik tersebut.

Penelitian-penelitian yang memeriksa determinan-determinan keakuratan perkiraan penting dengan dua alasan yaitu (Clement 1999):

1. Peran analis diberikan sebagai ahli perantara keuangan, peneliti-peneliti akuntansi tertarik untuk mengetahui apakah ada perbedaan keakurata perkiraan dan faktor-faktor yang memberikan mempengaruhi perbedaan tersebut. Studi-studi sebelumnya tidak

mengidentifikasi perbedaan-perbedaan tersebut karena tidak mengendalikan faktor-faktor yang menyebabkannya,

2. Pemahaman penentu keakuratan perkiraan penting bagi peneliti-peneliti akuntansi yang menggunakan perkiraan analis *earnings* sebagai proksi untuk harapan *earnings* pasar modal. Jika keakuratan perkiraan analis berbeda dan jika pasar modal mengakui perbedaan-perbedaan tersebut, maka proksi yang lebih akurat dari harapan *earnings* dapat di ambil dengan menerapkan bobot yang lebih besar bagi perkiraan keakuratan analis.

Salah satu sumber besarnya kompleksitas operasi internasional yakni berasal dari lebih besarnya voilatilitas laba yang berasal dari non domestik (asing). Meskipun studi sebelumnya berargumen bahwa diversifikasi internasional mengurangi volatilitas, namun studi selanjutnya menemukan bahwa diversifikasi internasional juga berkaitan dengan pengaruh lingkungan yang meningkatkan volatiltas laba.

Sumber kesulitan peramalan yang lainnya adalah biasanya para analis lebih banyak mempunyai pengetahuan tentang negaranya sendiri dari pada pengetahuan tentang negara asing, sehingga mereka hanya mempunyai sedikit informasi tentang operasi negara asing dari pada operasi di negaranya. Perbedaan kultur, kebiasaan, pesaing, sifat geografi dan regulasi berpengaruh terhadap kemampuan analis dalam menginterpretasi, menaganalisis dan memahami posisi pesaing perusahaan. Operasi dalam lokasi geografik yang beragam akan menyulitkan analis dalam memprediksi, dan hal ini akan mengurangi akurasi peramalan yang dilakukan para analis.

Dalam kaitannya dengan bias optimistik, di bawah premis bahwa manajemen memilih peramalan yang cenderung menguntungkan, model rasional bias menunjukkan bahwa para analis melakukan peramalan yang cenderung menguntungkan bagi perusahaan dengan *less predictable earnings* agar dapat memelihara hubungan dengan para manajer dan selanjutnya dapat memperoleh akses informasi privat, sehingga akan memperbaiki akurasi peramalannya. Konsisten dengan penelitian sebelumnya, studi Das et al. (1998) dalam Duru dan Reeb (2002) menunjukkan bukti empiris bahwa peramalan-peramalan lebih bias optimistis jika laba *less predictable*. Karena operasi internasional meningkatkan kesulitan dalam prediksi laba, maka peneliti mengkaitkannya diversifikasi internasional dengan peramalan analis yang lebih optimistik.

Variabel kontrol dalam penelitian tersebut telah dilakukan terhadap determinan-determinan lain dari keakurasian dan bias peramalan meliputi: [faktor lain yang mempengaruhi kompleksitas:

diversifikasi industri, dan ukuran perusahaan]; [atribusi lain dari laba yang meningkatkan kesulitan peramalan: *net loss*, *earning skewness*, *magnitude of current changes in earnings*]; [atribusi peramalan: *forecast horizon*, *number of analysts following the firm*, dan *forecast dispersion*].

Hasil penelitian menemukan bahwa diversifikasi internasional korporasi yang lebih besar berasosiasi dengan *less accurate* dan peramalan lebih optimistik. Hasil ini menunjukkan bahwa diversifikasi internasional mencerminkan dimensi unik dari kesulitan peramalan yang tidak diserap atau ditangkap dalam determinan-determinan yang diidentifikasi sebelumnya. Temuan ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih terdiversifikasi secara geografi, peramalan labanya menjadi lebih kompleks.

Studi lain yang mengungkap apakah analis sekuritas menggambarkan bias yang serupa diteliti oleh De Bondt dan Thaler (2001) yaitu menitikberatkan pada perubahan *earnings* per lembar untuk jangka waktu satu dan dua tahun. Kesimpulan yang bisa diambil adalah perkiraan analis diputuskan oleh manusia. Pola yang sama dari reaksi yang berlebihan dalam prediksi ditemukan oleh sarjana yang *naive* yang merupakan turunan prediksi para profesional pasar saham.

Sumber perkiraan analis *earnings* di Jepang dipisahkan menjadi dua yaitu analis *sell-side* dan penyedia informasi yang tidak membuat rekomendasi saham. Perkiraan dari analis *sell-side* lebih optimis dan sedikit akurat daripada perkiraan *second set* (Conroy dan Harris 1995). Tidak seperti pola yang ditemukan di Amerika bahwa tidak ada manfaat persetujuan dalam analis di Jepang, yang mana hal ini konsisten dengan pandangan adanya sedikit ketergantungan dan sedikit unik (analis khusus) dalam analis informasi di Jepang.

Revisi perkiraan analis keuangan mempunyai kekuatan menjelaskan yang signifikan untuk *return* yang tidak sistematis yang diteliti karena dipertimbangkan dalam perkiraan managemen. Berita jelek dari managemen nampaknya tidak berhubungan dengan pengaruh konfirmasi yang berhubungan dengan revisi perkiraan analis (Jennings 1987). Selama masa krisis suatu negara juga akan berpengaruh pada keakuratan peramalan analis. Studi yang membahas bagaimana perilaku analis keuangan selama masa krisis di Indonesia, Korea, Malaysia dan Thailand menghasilkan temuan bahwa para analis gagal mengantisipasi kelemahan perusahaan sebelum periode krisis dan tidak dapat menyesuaikan ramalannya setelah masa krisis tersebut (Ang dan Ma 2001). Isu lain yang tercover yaitu membandingkan perusahaan yang besar dan kecil dan pertumbuhan (kualitas) perusahaan yang tinggi dan

rendah. Kontribusi penelitian tersebut dapat memberikan penjelasan bagi harapan investor selama pasar mengalami kelesuan.

Prediksi yang berhubungan dengan peran analis keuangan dalam tambahan penugasan investor dari implikasi perbedaan penilaian arus kas dan akrual yang merupakan komponen *earnings* diteliti oleh Barth dan Hutton (2001). Temuan mereka adalah para analis bereaksi sebagai sumber informasi perantara yang berpengalaman dan beberapa di antaranya dapat mengidentifikasi perusahaan yang sedikit persistensi akrualnya. Bagaimanapun, harga saham tidak merefleksikan informasi yang disampaikan oleh revisi perkiraan analis.

Data perkiraan analis di Amerika dapat diambil dari Value Line dan I/B/E/S. dari hasil penelitian yang membandingkan dua sumber data tersebut adalah ternyata Value Line lebih reliabel untuk data EPS aktual, tetapi perkiraan dari dua sumber tersebut mempunyai kualitas yang sama dalam hal keakuratannya dan rasionalitasnya (Ramnath dkk. 2001). Evaluasi perkiraan jangka panjang dari kedua database tersebut hasilnya ternyata, perkiraan I/B/E/S sedikit biasnya dan lebih akurat.

Partisipan pasar ternyata juga berpengaruh pada perilaku para analis (Shane dan Stock 2000). Hipotesis yang diuji dalam penelitiannya Shane dan Stock (2000) adalah:

1. Analis akan berusaha *underreaction* untuk perusahaan yang mengelola strategi yang menggeser laba akan menghasilkan kesalahan perkiraan yang sistematis,
2. Ada keterlibatan konsekuensi *return* pasar pada perilaku perpindahan laba tersebut.

KESIMPULAN

Peneliti-peneliti menginginkan pemahaman yang lebih baik tentang insentif analis dengan respek pada perkiraan. Khususnya, mengapa pekerjaan analis bias perkiraan? Bahkan jika dihadapkan pada bias yang berhubungan dengan hubungannya *underwriter*, ada penjelasan multipel dari bias. Mengapa analis salah mengestimasi tentang persistensi *earnings*? Mengapa pekerjaan analis tidak merefleksikan informasi yang tersedia? Apakah analis belajar sepanjang waktu? Apakah pekerjaan mereka lebih akurat karena pengalaman? Apakah pasar modal mempelajari sepanjang waktu proses perkiraan analis? Bagaimana pekerjaan analis membuat keputusan tergantung pada usaha mereka lewat ulasan perusahaan? Bagaimana perilaku analis yang bervariasi dengan adanya lingkungan pelaporan keuangan?. Itulah sederetan pertanyaan-pertanyaan yang perlu dipecahkan lewat penelitian-penelitian di masa yang akan datang.

Hasil penelitian tentang keakuratan perkiraan penting bagi penelitian yang mengevaluasi kandungan informasi pengumuman *earnings* kuartalan, yang menggunakan perkiraan jangka panjang dalam model penilaian dan penelitian tentang perilaku perkiraan analis Value Line.

Sebuah institusi merupakan monitoring yang efektif dari suatu keputusan penerbitan ekuitas. Kepemilikan institusi yang lebih besar akan mempengaruhi revisi perkiraan *earnings* analis jangka panjang yang berhubungan dengan isu pengumuman ekuitas. Disinilah peran aktif monitoring dari kepemilikan institusi diperlukan (Brous dan Kini 1994).

Penelitian tentang kesalahan perkiraan analis menghasilkan temuan yang tidak konsisten karena kebanyakan mereka menitikberatkan pada perkiraan daripada komponen *earnings* dari kesalahan perhitungan. Sebuah paper yang mengajukan hipotesis managemen *earnings* yang tidak diperkirakan untuk menjelaskan studi-studi sebelumnya (Abarbanell dan Lehavy 2000). Hipotesis tersebut menerapkan sejauh mana perusahaan mengelola *earnings* managemen yang menurunkan laba. Prediksi dan kaitan langsung akrual pertimbangan dengan tanda dan arah kesalahan perkiraan analis.

Taksiran model SA adalah lebih baik daripada TS tidak berimplikasi bahwa taksiran model SA merupakan ukuran ekspektasi yang superior di dalam studi "*event*" atau "*information content.*" Kriteria yang relevan untuk pengevaluasian model ekspektasi di dalam studi tersebut adalah dengan mengasosiasikan antara *return* yang tidak diekspektasi dengan informasi yang diperoleh, bukan berdasarkan kemampuan prediksi. Penelitian selanjutnya seharusnya menggunakan dasar taksiran yang lebih luas sebagai *benchmark* yang dilengkapi dengan *earnings* yang lalu dan informasi-informasi harga saham, data ekonomi makro, data laporan keuangan perusahaan, taksiran analis, serta menggunakan kriteria *return* yang tidak diekspektasi.

DAFTAR PUSTAKA

Abarbanell, Jeffery dan Reuven Lehavy. 2000. Biased Forecasts or Biased *Earnings*? The Role of *Earnings* Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts. *Working paper.*

Ali, Ashiq, April Klein dan James Rosenfeld. 1992. Analysts' use of Information about Permanent and Transitory *Earnings* Components in Forecasting Annual EPS. *the accounting review vol.67.*

Ang, S. James dan Yulong Ma. 2001. The Behavior of Financial Analysts during the Asian Financial Crisis in Indonesia, Korea, Malaysia and Thailand. *Pacific Basin Finance Journal 9.*

Arnold A.J., C.D.B. Clubb, S. Manson dan R.T. Wearing. 1991. The Relationship between Earnings, Fund Flows and Cash Flows: Evidence for the UK. *Accounting and Business Research vol. 22.*

Baldwin. B. 1984. Segment *Earnings* Disclosure and Ability of Security Analysts to Forecast *Earnings* per Share. *The Accounting Review Vol. 59 July.*

Barth, E. Mary dan Amy P. Hutton. 2001. Financial Analysts and the Pricing of Accruals. *Working paper.*

Beaver, H. William. 2002. Perspective on Recent Capital Market Research. *The Accounting Review vol. 77.*

Bowen, M. Robert, Angela K. Davis dan Dawn A. Matsumoto. 2002. Do Conference Calls Affect Analyst' Forecasts?. *The Accounting Review vol.77.*

Brous, A. Peter dan Omesh Kini. 1994. The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysts' *Earnings* Forecasts. *Financial Management.*

Brown, L.D., Hagerman, R.L., Griffin, P.A. and M.E. Zmijewski, 1987. Security Analyst Superiority Relative to Univariate Time Series Models in Forecasting Quarterly *Earnings*. *Journal of Accounting and Economics 9.*

_____, G. Richardson dan S. Schwanger. 1987. An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting *Earnings*. *Journal of Accounting Research 25 spring.*

Clement, M. 1999. Analyst Forecast Accuracy: Do Ability, Resources and Portfolio Complexity Matter?. *Journal of Accounting and Economics 21.*

Conroy, M. Robert dan Robert S. Harris. 1995. Analysts' *Earnings* Forecasts in Japan: Accuracy and Sell-Side Optimism. *Pacific-Basin Finance Journal 3.*

De Bondt, F.M. Werner dan Richard H. Thaler. 2001. Do Security Analysts Overreact?. *The American Economic Review Vol. 80. Isu 2.*

Dechow, M. Patricia, Amy P. Hutton dan Richard G. Sloan. 1999. The Relation between Analysts' Forecasts of Long-Term *Earnings* Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings. *Working Paper.*

Duru, Augustine dan David M. Reeb. 2002. International Diversification and Analysts' Forecast Accuracy and Bias. *The accounting review vol.77.*

Finger, A Catherine. 1994. The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow. *Journal of Accounting Research.*

Jennings, Robert. 1987. Unsystematic Security Price Movements, Management *Earnings* Forecast, and Revisions in Consensus Analyst *Earnings* Forecasts. *Journal of Accounting Research 25 spring.*

Jiambalvo, James, James N. Myers dan Mark E. Peecher. 1998. Analysts' Forecast Errors and Future *Returns* Related to Forecasted Changes in *Earnings*. Working Paper.

Mikhail, B. Michael, Beverly R. Walther dan Richard H. Willis. 2001. The Effect of Experience on Security Analyst Underreaction and post-*earnings*- Announcement Drift. *Working paper.*

Ramnath, Sundaresh, Steven Rock dan Philip Shane. 2001. Value line and I/B/E/S *earnings* forecasts. *Working paper.*

Shane, Phil dan Toby Stock. 2000. Security Analyst and Market Anticipation of Tax-Motivated Income Shifting. *Working Paper.*