

Kode>Nama Rumpun Ilmu: 571/Manajemen
Bidang Fokus : Sosial Humaniora, Seni
Budaya, Pendidikan



LAPORAN AKHIR

PENELITIAN TERAPAN UNGGULAN PERGURUAN TINGGI



MODEL OPINI *INVESTOR BELIEF* DALAM BERINVESTASI TERHADAP *COMPANY INFORMATION*



TIM PENGUSUL

DR. Eka Bertuah, SE, MM

0018107001

R.A. Nurlinda, SE, MM

0324047005

DR. Drs. Nuryasman M.N., MM

0325036701



UNIVERSITAS ESA UNGGUL JAKARTA

NOVEMBER 2018



HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Opini Investor Belief Dalam Berinvestasi Terhadap Company Information

Peneliti/Pelaksana
Nama Lengkap : Dr EKA BERTUAH, S.E., M.M.
Perguruan Tinggi : Universitas Esa Unggul
NIDN : 0018107001
Jabatan Fungsional : Lektor
Program Studi : Akuntansi
Nomor HP : 081219825623
Alamat surel (e-mail) : eka.bertuah@esaunggul.ac.id

Anggota (1)
Nama Lengkap : RADEN AYU NURLINDA S.E., M.M.
NIDN : 0324047005
Perguruan Tinggi : Universitas Esa Unggul

Anggota (2)
Nama Lengkap : Dr. Drs NURYASMAN MN M.M.
NIDN : 0325036701
Perguruan Tinggi : Universitas Tarumanagara

Institusi Mitra (jika ada)
Nama Institusi Mitra : -
Alamat : -
Penanggung Jawab : -
Tahun Pelaksanaan : Tahun ke 1 dari rencana 2 tahun
Biaya Tahun Berjalan : Rp 95.000,000
Biaya Keseluruhan : Rp 393.230,000

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis UEU

D.K.I. JAKARTA, 5 - 11 - 2018
Ketua,

(Dr. MF. Arrozi A., SE, Ak, MSi, CA)
NIP/NIK 197000903200501001

(Dr EKA BERTUAH, S.E., M.M.)
NIP/NIK 197010182005012001

Menyetujui,
Kepala LPPM UEU

(Dr. Hasyim, SE, MM, M.Ed)
NIP/NIK 195911121986031003

URAIAN UMUM

1. Judul Penelitian : Opini Investor Belief Dalam Berinvestasi Terhadap Company Information

2. Tim Peneliti

No	Nama	Jabatan	Bidang Keahlian	Instansi Asal	Alokasi Waktu (jam/minggu)
1	EKA BERTUAH SE, MM	Ketua Pengusul	-	Universitas Esa Unggul	8.00
2	RADEN AYU NURLINDA	Anggota Pengusul	-	Universitas Esa Unggul	8.00
3	Dr. Drs NURYASMAN MN M.M.	Anggota Pengusul	Ekonomi Regional, Keuangan & Perbankan	Universitas Tarumanagara	8.00

3. Objek Penelitian (jenis material yang akan diteliti dan segi penelitian):

investor

4. Masa Pelaksanaan

Mulai tahun: 2018

Berakhir tahun: 2019

5. Usulan Biaya DRPM Ditjen Penguatan Risbang

- Tahun ke-1: Rp200,065,000

- Tahun ke-2: Rp193,165,000

6. Lokasi Penelitian (lab/studio/lapangan)

Jakarta, Surabaya

7. Instansi lain yang terlibat (jika ada, dan uraikan apa kontribusinya)

8. Temuan yang ditargetkan (produk atau masukan untuk kebijakan)

Penerapan Model InvestorBelief terhadap company information sebagai dasar kebijakan untuk melakukan proteksi terhadap investor dalam berinvestasi terhadap kemungkinan fraud yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.

9. Kontribusi mendasar pada suatu bidang ilmu (uraikan tidak lebih dari 50 kata, tekankan pada gagasan fundamental dan orisinal yang mendukung pengembangan iptek)

Opini investor belief dalam menanggapi information tercermin melalui price dan dapat mendorong terjadinya overvalued/undervalued atas nilai perusahaan di bursa. Dengan demikian hasil penelitian akan memberikan kontribusi pembuktian empiris Efficient Market Hypothesis pada Bursa Efek Indonesia.

10. Jurnal ilmiah yang menjadi sasaran (tuliskan nama terbitan berkala ilmiah internasional bereputasi, nasional terakreditasi, atau nasional tidak terakreditasi dan tahun rencana publikasi)

IJABER

11. Rencana luaran HKI, buku, purwarupa atau luaran lainnya yang ditargetkan, tahun rencana perolehan atau penyelesaiannya

- Publikasi Ilmiah Jurnal Internasional, tahun ke-1 Target: draft

- Pemakalah dalam pertemuan ilmiah Internasional, tahun ke-1 Target: sudah dilaksanakan

- Paten Sederhana, tahun ke-1 Target: terdaftar

- Teknologi Tepat Guna, tahun ke-1 Target: draft

- Buku Ajar (ISBN), tahun ke-1 Target: draft

- Tingkat Kesiapan Teknologi (TKT), tahun ke-1 Target: Skala 4

- Model, tahun ke-1 Target: produk

- Kebijakan, tahun ke-1 Target: draft

DAFTAR ISI

	HALAMAN
HALAMAN SAMPUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
IDENTITAS DAN URAIAN UMUM	iii
DAFTAR ISI.....	v
RINGKASAN.....	v
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Permasalahan.....	1
1.2 Tujuan Khusus.....	3
1.3 Keutamaan Penelitian.....	4
BAB II RENSTRA DAN PETA JALAN PENELITIAN PERGURUAN TINGGI.....	5
2.1 Renstra Perguruan Tinggi	6
2.2. Uraian Peta Jalan Penelitian Perguruan Tinggi	6
2.3. Luaran Penelitian	7
2.4 Sinergi Peta jalan Penelitian dengan Usulan Penelitian.....	8
BAB III TINJAUAN PUSTAKA	9
3.1 Tinjauan Pustaka.....	9
3.2 Studi Terdahulu.....	11
3.3 Hipotesis	13
3.4 State of the Art.....	14
3.5 Peta Jalan Penelitian Pengusul.....	15
BAB IV DESAIN DAN METODE PENELITIAN	17
4.1 Tahap Penelitian.....	17
4.1.1 Rancangan Penelitian.....	17
4.1.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel.....	17
4.1.3 Prosedur Pengumpulan Data.....	17
4.1.4 Metode Analisis Data	18

4.2 Diagram Alir Penelitian	19
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	20
BAB IV KESIMPULAN DAN SARAN.....	35
DAFTAR PUSTAKA	21
LAMPIRAN I JUSTIFIKASI ANGGARAN.....	23
LAMPIRAN II DUKUNGAN TERHADAP PELAKSANAAN PENELITIAN	27
LAMPIRAN III SUSUNAN ORGANISASI TIM PENELITIAN/PELAKSANA DAN PEMBAGIAN TUGAS	28
LAMPIRAN IV CV PENELITI.....	29
LAMPIRAN V SURAT PERNYATAAN KETUA PENGUSUL.....	54



RINGKASAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana opini *investor belief* dalam berinvestasi terhadap *company information* di pasar modal. Penelitian ini melakukan dekomposisi sikap berperilaku menjadi karakteristik *investor* dalam menanggapi informasi kinerja keuangan perusahaan. Diawali dengan mengevaluasi faktor-faktor fundamental berdasarkan temuan hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan pada tahun 2015 dan 2016, maka diuji unsur-unsur fundamental dalam laporan keuangan yang di duga menjadi indikator pembentuk *investor belief* pada perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba negatif.

Objek penelitian yang digunakan adalah data laporan keuangan perusahaan manufaktur selama tahun 2007-2017 yang listing di Bursa Efek Indonesia. Analisis data yang digunakan selanjutnya adalah *analisis regresi untuk data panel*. *Analisis regresi data panel* digunakan untuk menemukan indikator dan pengujian model yang *fit*. Berdasarkan analisis data yang telah digunakan maka dapat dibentuk model opini *investor belief* dalam berinvestasi terhadap *company information* dari perusahaan. Untuk kemudian akan dilakukan pendeteksian probabilitas kecenderungan *investor* yang *overvalued* terhadap *company information*.

Agar dapat mencapai tujuan tersebut, maka pada **tahap pertama (tahun pertama)**, dilakukan konstruksi Model Opini *Investor Belief* Dalam Berinvestasi Terhadap *Company Information* dari perusahaan yang memiliki laba negatif dan perusahaan yang memiliki laba negatif. Hasil penelitian pada tahun ini akan memberikan pembuktian empiris terhadap *Efficient Market Hypothesis* pada Bursa Efek Indonesia. Pada **tahap kedua (tahun kedua)**, Penerapan Model sebagai dasar kebijakan untuk melakukan proteksi terhadap investor dalam berinvestasi terhadap kemungkinan *fraud* yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.

Implikasi penelitian ini akan menghasilkan temuan dan luaran sebagai berikut: Pertama, Model Opini *Investor Belief* Dalam Berinvestasi Terhadap *Company Information* dari perusahaan yang memiliki laba negatif dan perusahaan yang memiliki laba negatif. Kedua, Penerapan Model sebagai dasar kebijakan untuk melakukan proteksi terhadap investor dalam berinvestasi terhadap kemungkinan *fraud* yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan. Ketiga, luaran penelitian ini akan dilakukan diseminasi hasil penelitian pada Seminar Tingkat Internasional. Keempat, hasil penelitian akan dipublikasikan melalui Jurnal Internasional pada tahun pertama dan terindeks scopus pada tahun kedua. Kelima, hasil penelitian ini akan menjadi *draft* buku ajar pada tahun pertama dan buku ajar pada akhir tahun kedua sudah terbit sehingga dapat digunakan pada mata kuliah Investasi. Keenam, Model akan diajukan untuk mendapat HKI pada tahun pertama dan telah mendapat *granted* pada tahun kedua.

Keywords : *investor belief, fundamental information, good news, bad news, overvalued.*



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Adanya perkembangan investasi, perilaku keuangan sangat berperan dalam pengambilan keputusan seseorang untuk berinvestasi. Pengambilan keputusan keuangan untuk kegiatan investasi, akan sangat dipengaruhi oleh informasi yang didapat dan pengetahuan *investor* tentang investasi. Sebelum memutuskan untuk melakukan investasi, berdasarkan pendekatan tradisional, dilakukan *fundamental analysis* yaitu seorang *investor* akan mempelajari laporan keuangan perusahaan, kinerja perusahaan, *track record* atau portofolio, keadaan perekonomian, risiko, ulasan tentang keuangan dan keadaan perekonomian yang dipublikasikan di media, dan lain-lain. Hal ini dilakukan dengan tujuan supaya investasi yang dilakukan dapat memberikan tambahan kekayaan dan manusia melakukan *forecasting* dengan motivasi untuk mendapatkan gain atau mengurangi ketidakpastian. Namun pendekatan *fundamental analysis* memerlukan asumsi yang harus dipenuhi yang pada umumnya sangat sukar untuk diperoleh. Asumsi tersebut adalah pertama, tersedianya informasi yang benar-benar terkait dengan *fundamental value* perusahaan dari suatu aset keuangan yang dianalisis; kedua, *investor* adalah rasional. Demikian pula dalam melakukan pengambilan keputusan juga didasari oleh pertimbangan rasionalitas. Pada kenyataannya, asumsi pertama diatas sukar diperoleh. Kahneman dan Tversky (1973) menyatakan bahwa informasi yang dapat diperoleh adalah terbatas. Walaupun informasi dapat diperoleh, dapat pula terjadi intepretasi yang berbeda-beda. Dengan keterbatasan data dan informasi dimana pengambilan keputusan harus tetap dilakukan, maka faktor psikologi berperan penting didalamnya. Masuknya faktor psikologi dalam pengambilan keputusan didasari oleh penemuan Miller (1977) yang mengatakan bahwa dalam satu satuan waktu, kemampuan otak manusia untuk menerima informasi, mengolahnya dan membentuknya menjadi suatu keputusan memiliki keterbatasan, sehingga manusia tidak terlepas dari bias dan dalam melakukan pengambilan keputusan mengandalkan pada kekuatan psikologisnya. Beberapa peneliti berpendapat bahwa keterbatasan perhatian *investor* dan kemampuan untuk memproses informasi menyebabkan kesalahan sistematis yang mempengaruhi harga pasar. Disamping itu *investor* juga menyederhanakan pertimbangan dan keputusannya dengan terfokus pada informasi atas kinerja laba yang menonjol (*bloated*).

Hal ini juga dinyatakan dalam *utility theory* yang dikembangkan oleh Von Neumann dan Morgenstern (1947), yang menyatakan bahwa (1) *investor* sangat rasional, (2) setuju

dengan pilihan yang kompleks, (3) tidak suka risiko dan, (4) memaksimalkan kekayaan. Para pelaku pasar tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional. Jika sebagian para pelaku pasar bereaksi berlebihan terhadap informasi, terlebih lagi jika informasi tersebut adalah bad news, para pelaku pasar akan secara emosional segera menilai saham terlalu rendah. Untuk menghindari kerugian, para *investor* akan berperilaku irasional dan menginginkan menjual saham-saham yang memiliki bad performance dengan cepat.

Informasi merupakan *signal* atas *good news* atau *bad news* serta berfungsi sebagai *stimulus* (Bruns, 1966). *Investor* yang *sophisticated* akan menganalisis informasi lebih lanjut untuk menentukan apakah *signal* tersebut sah, dapat dipercaya, serta mampu menghasilkan informasi yang bernilai ekonomis. Bila *signal* sah dan dipercaya, *signal* berfungsi sebagai stimulus yang mempengaruhi *investor belief*. Faktor ini berubah menurut waktu karena informasi dan menyebabkan motivasi berubah sebagai indikasi yang mempengaruhi niat (Ajzen, 1988).

BEI merupakan *emerging market* dengan pengambilan keputusan bersifat spekulatif, terpengaruh opini dan psikologi massa. Pengambilan keputusan di bidang akuntansi dan keuangan memfokuskan pada penggunaan dan pengevaluasian informasi akuntansi melalui analisis fundamental. Penentuan nilai saham dengan kinerja fundamental yang baik, dapat digunakan untuk menilai prospek perusahaan (Scott, 2009).

1.2 Tujuan Khusus

Penelitian ini diawali dengan mengevaluasi faktor-faktor yang membentuk *investor belief* melalui laporan keuangan yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia. Penilaian *investor* terhadap perusahaan bergantung pada bagaimana transaksi dikelompokkan dan disajikan dan tanggapan *investor* atas kandungan informasi tersebut. Pelaporan, pengungkapan dan informasi yang menyajikan aspek *good news* akan membentuk *overpricing* dan *abnormal return* negatif, sementara kandungan informasi yang mengandung aspek *bad news* akan membentuk *underpricing* dan *abnormal return* positif. Dengan demikian *investor belief* yang terbentuk akan terefleksi melalui *price market*. Diawali dengan mengevaluasi faktor-faktor fundamental berdasarkan temuan hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan pada tahun 2015 dan 2016, maka diuji unsur-unsur fundamental dalam laporan keuangan yang di duga menjadi indikator pembentuk *investor belief* pada perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba positif. Penelitian ini menggunakan opini *investor belief* berdasarkan *return* yang terbentuk

dalam transaksi perdagangan. Adapun indikator *company information* yang digunakan untuk pembentukan model *investor belief* ini adalah *net operating assets*, ukuran perusahaan, nilai buku, pertumbuhan EPS, *Fixed Assets To Total Assets*, *Total Debt To Total Assets*, *Times Interest Earned Ratio*, *Dividend Payout Ratio* dan beta saham.

Selanjutnya berdasarkan indikator tersebut akan dilihat faktor-faktor yang mempengaruhi *investor belief* terhadap *company information* dari perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba positif. Dengan demikian pada **Tahun Pertama**, akan dilakukan pembentukan model opini *investor belief* dalam berinvestasi terhadap *company information* dari perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba positif. **Tahun Kedua**, Penerapan Model sebagai dasar kebijakan untuk melakukan proteksi terhadap investor dalam berinvestasi terhadap kemungkinan *fraud* yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.

1.3. Keutamaan Penelitian

Investor pada Bursa Efek Indonesia yang merupakan *emerging market* dalam mengambil keputusan bersifat spekulatif, terpengaruh opini dan psikologi massa. Penelitian ini melakukan dekomposisi sikap berperilaku menjadi karakteristik *investor* dalam menanggapi informasi kinerja keuangan perusahaan. Penelitian ini juga mengaplikasikan model *investor belief* di Indonesia dengan terlebih dahulu menguji faktor psikologi yang tercermin melalui *price market* sebagai refleksi atas opini *investor belief* dalam menanggapi *company information* dari perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang laba positif. Selanjutnya akan dilakukan pendeteksian probabilitas kecenderungan *investor* yang *overvalued* terhadap *company information*. Dengan demikian hasil penelitian pada tahun ini akan memberikan kontribusi pembuktian empiris terhadap *Efficient Market Hypothesis* pada Bursa Efek Indonesia. Disamping itu Model opini *investor belief* terhadap *company information* yang diperoleh akan menjadi dasar kebijakan yang diperlukan untuk proteksi *investor* terhadap kemungkinan *fraud* yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.

Dengan demikian, luaran tersebut apabila dibuat dalam tabel capaian dapat terlihat seperti tertera pada tabel 1.1 di bawah ini:

Tabel 1.1 Rencana Target Capaian

No.	Jenis Luaran				Indikator Capaian	
	Kategori	Sub Kategori	Wajib	Tambahan	TS	TS+1
1.	Artikel Ilmiah dimuat di Jurnal	Internasional Bereputasi		√	Review	Accepted
		Nasional Terakreditasi				
2.	Artikel Ilmiah dimuat di Prosiding	Internasional Terindeks		√	Dilaksanakan	Dilaksanakan
		Nasional				
3.	Keynote Speaker dalam Temu Ilmiah	Internasional				
		Nasional				
4.	Visiting Lecturer	Internasional				
5.	Hak Atas Kekayaan Intelektual (HKI)	Paten				
		Paten Sederhana				
		Hak Cipta	√		Terdaftar	Granted
		Merek Dagang				
		Rahasia Dagang				
		Desain Produk Industri				
		Indikasi Geografis				
		Perlindungan Varietas Tanaman				
		Perlindungan Topografi Sirkuit Terpadu				
6.	Teknologi Tepat Guna		√		Draft	Produk
7.	Model/Purwarupa/Desain/Karya Seni/Rekayasa Sosial		√		Model	Draft Kebijakan
8.	Buku Ajar (ISBN)			√	Draft	Terbit
9.	Tingkat Kesiapan Teknologi (TKT)				4	5



BAB II

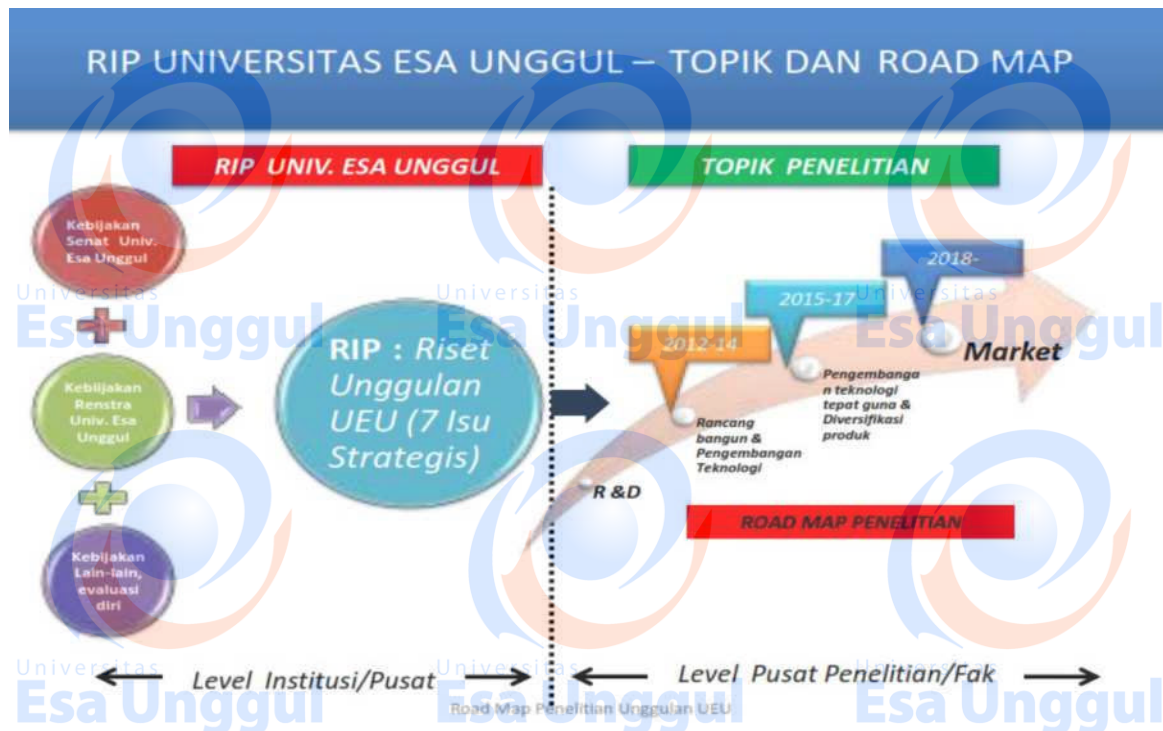
RENSTRA DAN PETA JALAN PENELITIAN PERGURUAN TINGGI

2.1 Renstra Perguruan Tinggi

Komitmen Universitas Esa Unggul (UEU) tercermin dalam Renstra Universitas untuk tahun 2016-2020. Hal yang tercermin dalam Renstra UEU adalah bagaimana upaya UEU dalam mencerdaskan kehidupan bangsa, di deklarasikan melalui Rencana Induk Penelitian (RIP) dan dikembangkan melalui strategi-strategi kreatif yang berorientasi pada masa depan, yang diimplementasikan nanti akan memungkinkan UEU untuk bersaing di lingkungan strategis dalam dasawarsa ke depan. Visi UEU adalah “Menjadi perguruan tinggi kelas dunia berbasis intelektualitas, kreatifitas, dan kewirausahaan, yang unggul dalam mutu pengelolaan dan hasil pelaksanaan Tridharma Perguruan Tinggi”. Visi tersebut mencerminkan bahwa UEU bertekad melaksanakan proses pendidikan yang unggul, mandiri dan berkualitas, UEU memiliki berbagai aktivitas yang tercermin dalam misinya: 1. Menyelenggarakan pendidikan yang bermutu dan relevan; 2. Menciptakan suasana akademik yang kondusif; 3. Memberikan layanan prima bagi seluruh pemangku kepentingan. Dengan melihat visi dan misi UEU, maka penelitian merupakan unsur Tridharma Perguruan Tinggi yang akan melatih, mendidik, mengembangkan dan membangun sikap dan kehidupan ilmiah.

2.2 Uraian Peta Jalan Penelitian Perguruan Tinggi

Universitas Esa Unggul (UEU) sebagai Universitas yang telah masuk dalam kelompok media dan mengelola dana penelitian dari DIKTI secara desentralisasi telah memiliki Rencana Induk Penelitian (RIP) sejak tahun 2010, dan terakhir diperbarui adalah RIP untuk lima tahun ke depan, 2017-2021. RIP yang dimiliki UEU telah memadukan seluruh sumber daya agar penyelesaian masalah menjadi lebih fokus dan menjadi lebih komprehensif sehingga mampu memberikan arahan kebijakan, perencanaan penelitian dan pengambilan keputusan dalam pengelolaan penelitian institusi secara berkesinambungan untuk jangka waktu lima tahun ke depan, seperti pada gambar basis road map penelitian di bawah ini.



Gambar 2.1. Topik dan Peta Jalan Penelitian UEU

Payung penelitian unggulan UEU sampai tahun 2021 adalah mewujudkan hasil berkualitas, dan sustainable. Untuk mencapai apa yang diharapkan pada tahun 2021, dibagi dalam tiga tahapan: tahun 2015-2018 rencana pengembangan model penelitian, 2018-2019 penelitian inovasi dan produk terapan dan pada tahap akhir pada tahun 2020-2021 adalah penelitian pengembangan kepada pasar dan industri.

Untuk mewujudkan payung penelitian tersebut, seluruh program-program penelitian diarahkan dalam mengatasi tujuh tema sentral yang menjadi unggulan UEU, yaitu: (1) Pengentasan Kemiskinan dan Ketahanan; (2) Pemanfaatan Energi Baru dan Terbarukan; (3) Kualitas Kesehatan, Penyakit Tropis, Gizi dan Obat-obatan; (4) Penerapan Pengelolaan Rencana dan Integrasi Nasional dan Harmoni Sosial; (5) Implementasi Otonomi Daerah dan Desentralisasi; (6) Pengembangan Seni dan Budaya Industri Kreatif dan Teknologi Informasi dan Komunikasi; dan (7) Pembangunan Manusia dan Daya Saing Bangsa.

2.3 Luaran Penelitian

Implikasi penelitian ini akan menghasilkan temuan dan luaran sebagai berikut: Pertama, terbentuknya model konseptual baru mengukur opini *investor belief* dalam berinvestasi terhadap *company information*. Kedua, Penerapan Model sebagai dasar kebijakan untuk

melakukan proteksi terhadap investor dalam berinvestasi terhadap kemungkinan *fraud* yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan. *Ketiga*, luaran penelitian ini akan dilakukan diseminasi hasil penelitian pada Seminar Tingkat Internasional. *Keempat*, hasil penelitian akan dipublikasikan melalui Jurnal Internasional pada tahun pertama dan terindeks scopus pada tahun kedua. *Kelima*, hasil penelitian ini akan menjadi *draft* buku ajar pada tahun pertama dan buku ajar pada akhir tahun kedua sudah terbit sehingga dapat digunakan pada mata kuliah Investasi. *Keenam*, Model akan diajukan untuk mendapat HKI pada tahun pertama dan telah mendapat *granted* pada tahun kedua.

2.4 Sinergi Peta Jalan Penelitian dengan Usulan Penelitian

Salah satu tema sentral yang menjadi unggulan Universitas Esa Unggul (UEU) adalah Pembangunan Manusia dan Daya Saing Bangsa. Pembangunan Manusia dan Daya Saing Bangsa salah satunya dapat dicapai melalui institusi pendidikan yang berkualitas, unggul dan mandiri, dengan program studi yang mampu memberikan kontribusi dalam meningkatkan daya saing usaha, yang pada akhirnya meningkatkan Daya Saing Bangsa. Dalam menghadapi kompetisi dalam dunia bisnis yang semakin meningkat di era globalisasi, setiap *investor* mempertimbangkan investasi sebagai kombinasi dalam portfolio yang menawarkan ekspektasi keuntungan yang lebih tinggi pada tingkat risiko yang diinginkan. Kombinasi investasi dalam portfolio mensyaratkan *investor* memikirkan diversifikasi dan mempertimbangkan tiga karakteristik penting dari tiap investasi, yaitu keuntungan yang dapat diharapkan, tingkat resiko dan bagaimana korelasi keuntungan yang dapat diperoleh dari tiap investasi. Hal ini menunjukkan individu membuat keputusan rasional untuk memaksimalkan kesejahteraan dalam ketidakpastian berdasarkan analisis yang sah.

BAB III

TINJAUAN PUSTAKA

3.1 Tinjauan Pustaka

3.1.1 *Investor belief*

Belief adalah komponen penting dalam proses membuat keputusan (Beaver, 1989). Informasi memegang peran penting dalam membentuk *belief*. Oleh sebab itu perubahan dalam pembuatan keputusan dapat terjadi ketika informasi baru yang diterima mengubah *belief*. Beaver (1989) menyatakan bahwa informasi tidak terbatas. Harga saham dapat meningkat sebagai proses ekuilibrium atas *investor belief*. Scott (2009) dan Beaver (1989) menyatakan informasi keuangan mempunyai kandungan informasi jika membantu dalam pembentukan *investor belief* dalam pembelian atau penjualan saham. Scott (2009) memberikan prediksi perilaku *investor* dalam merespon informasi laporan keuangan, yaitu: (1) *Investor* mempunyai keyakinan tentang *return* dan *risk* saham emiten yang diharapkan. Keyakinan ini didasarkan pada informasi yang tersedia di pasar, yang meliputi harga pasar sampai sebelum *current net income* perusahaan diterbitkan. Tetapi, keyakinan tersebut tidak sama karena berbeda dalam menempatkan informasi dan kemampuan interpretasi; (2) Setelah penerbitan *net income* tahun berjalan, *investor* akan menjadi lebih tahu dengan menganalisa angka *income*. Jika *net income* lebih tinggi dari yang diharapkan, maka menjadi *good news*. *Investor* lainnya yang mempunyai harapan tinggi tentang betapa seharusnya *net income* sekarang, menginterpretasikan *net income* yang sama sebagai *bad news*.

Belief adjustment theory dari Hogarth & Einhorn's (1992) mendasarkan bahwa manusia akan memproses informasi secara berurutan dan memiliki keterbatasan daya ingat. Oleh sebab itu orang akan mengubah *belief* mereka melalui urutan proses *anchoring and adjustment*. Keyakinan sekarang bermanfaat sebagai keyakinan awal yang akan disesuaikan menjadi keyakinan baru dan terjadi terus-menerus secara berurutan. Teori ini juga mempertimbangkan kekuatan keyakinan awal (*anchor*) dan memprediksikan bahwa *anchor* yang besar akan berkurang lebih banyak oleh informasi negatif daripada *anchor* yang kecil, dan sebaliknya. *investor* akan mengevaluasi kinerja perusahaan lebih baik pada saat informasi laba transitori perioda lalu yang digunakan sebagai *benchmark* ataupun nilai awal (*anchor*) diungkap dalam pengumuman sekarang, sebaliknya ketika rugi transitori perioda lalu sebagai *benchmark* ataupun nilai awal maka *investor* cenderung mengevaluasi kinerja lebih buruk.

3.1.2 Manfaat Informasi

Informasi keuangan yang bermanfaat harus mempunyai kualitas *relevan* dan *reliable* (Scott, 2009). Relevan menunjukkan informasi keuangan harus dapat membuat perbedaan dalam suatu keputusan. Untuk menjadi relevan, informasi harus mempunyai nilai prediktif, nilai umpan balik dan tepat waktu. *Reliable* adalah informasi dapat diandalkan jika terbebas dari kesalahan, penyimpangan, serta merupakan penyajian yang jujur. Supaya *reliable*, informasi keuangan mempunyai karakteristik dapat diperiksa, kejujuran penyajian, dan netral. Informasi yang diperlukan *investor* tidak selalu tersedia (Kahneman & Tversky, 1973). Walaupun tersedia, setiap *investor* memiliki kemampuan untuk mengabsorb informasi tersebut berbeda-beda (Black, 1985). *Investor* dengan perhatian yang terbatas tidak menempatkan bobot yang sesuai untuk kemungkinan investasi kumulatif yang tinggi yang menggambarkan over investasi, penggantian *fixed assets* yang usang atau pembayaran investasi sementara. Oleh karena itu mereka akan *overvalue* terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang tinggi dan *unDARvalue* terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang rendah.

3.1.3 Informasi Keuangan Sebagai Pembentuk Opini *Investor belief*

Evaluasi atas informasi keuangan didasarkan pada teori *belief-adjustment* (Hogarth dan Einhorn, 1992) dan *strategic reference point theory* (Fiegenbaum et al., 1996). Teori *belief-adjustment* menjelaskan fenomena *orDAR effect* yang muncul dari interaksi antara strategi pemrosesan informasi dan karakteristik tugas yang merupakan salah satu bentuk bias *heuristic* (Bazerman, 1994). Hogarth dan Einhorn (1992) mengajukan model penyesuaian keyakinan (*belief adjustment model*) yang memproposisikan bahwa individu memproses informasi secara sekuensial akan menggunakan proses penjangkaran (*anchoring*) dan penyesuaian (*adjustment*). Model ini secara khusus menarik perhatian karena, dibandingkan model keputusan alternatif (*alternative judgment model*), karena model penyesuaian keyakinan seperangkat prediksi yang unik. Secara khusus, model penyesuaian keyakinan memprediksikan tidak ada pengaruh urutan (*no orDAR effects*) untuk bukti-bukti yang bersifat konsisten (keseluruhan negatif atau keseluruhan negatif) tetapi pengaruh resensi (urutan) terjadi ketika individu memperoleh bukti yang beragam (beberapa negatif dan beberapa positif). Sedangkan *strategic reference point theory* merupakan teori dari psychology yang menjelaskan bahwa dalam lingkungan yang kompleks pembuat keputusan cenderung mempertimbangkan tiga faktor utama untuk pengambilan keputusan yaitu: faktor internal, eksternal dan dimensi waktu (masa lalu, sekarang, dan masa mendatang).

Dalam penelitian ini, besarnya *net operating asset* diukur sebagai perbedaan di neraca antara seluruh *asset* operasi dan seluruh kewajiban operasi, ukuran yang dapat mendorong optimisme *investor*. *Investor* akan overvalue terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang tinggi dan unDARvalue terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang rendah. Perusahaan dengan *net operating asset* yang tinggi akan cenderung memiliki investasi kumulatif masa lalu yang tinggi. Jika investasi melebihi kas yang dimiliki, maka akan terdapat pembiayaan eksternal. Untuk dapat mendeskripsikan bagaimana *investor* memanfaatkan informasi *net operating asset* untuk memprediksi kinerja keuangan di masa depan, digunakan pendekatan Mishkin untuk menguji apakah pasar secara efisien membebankan *net operating asset* kepada akrual operasi dan arus kas dalam memprediksi earnings satu tahun kemudian. Pada pengujian Mishkin, kemampuan tambahan *net operating asset* untuk memprediksi *return* di masa depan disebabkan karena mispersepsi *investor* tentang kemampuan *net operating asset* dan variabel lainnya untuk memprediksi earnings di masa depan.

Ukuran perusahaan merupakan nilai pasar dari modal saham biasa, yang diukur dari harga penutupan pada akhir tahun dikali dengan jumlah saham beredar, sementara *book to market* merupakan nilai buku dari saham biasa dibagi dengan nilai pasar saham biasa. Abnormal *return* digunakan sebagai tolok ukur berbasis karakteristik untuk mengontrol *return* yang berhubungan dengan ukuran dan *book to market*. Pertumbuhan EPS dan arus kas dapat menjadi informasi atas kondisi bisnis yang baik prospek perusahaan di masa depan. Rata-rata earnings lebih tinggi pada perusahaan dengan NOA tinggi, yang menunjukkan kejayaan atau kelesuan dimasa lalu. Penelitian Hirshleifer (2004) menunjukkan bahwa *investor* cenderung untuk unDARvalue ketika laporan keuangan menunjukkan cash value added. Disamping itu perusahaan, media dan pembuat kebijakan harus mempertimbangkan cara yang memungkinkan agar informasi neraca bisa terlihat jelas dan transparan bagi *investor*.

3.2 Studi Terdahulu

Dalam proses pemilihan saham, analisis fundamental digunakan untuk analisis terhadap kinerja dan prospek perusahaan. Asumsinya *value of the firm*, yaitu nilai perusahaan tercermin dalam harga sekuritas (Nofsinger, 2005). Disamping itu Scott (2009) dan Beaver (1989) menyatakan informasi keuangan mempunyai kandungan informasi jika membantu *investor* merevisi keyakinan dalam pembelian atau penjualan saham. *Investor* merevisi keyakinan mengenai harapan *earning* yang diinginkannya dan diproksikan pada perubahan harga dan volume perdagangan saham. Ketika *investor* menerima informasi baru, *investor*

merubah keyakinan dan membuat pilihan. Hal ini menunjukkan *investor* tidak hanya memproses informasi tetapi juga cukup mendapatkan informasi.

Ferris *et al.* (1990) menunjukkan pengguna tidak mempunyai keyakinan terhadap manfaat informasi keuangan menghasilkan informasi resiko. Informasi keuangan menunjukkan kinerja, prospek, potensi risiko, dan nilai perusahaan tetapi informasi tersebut tidak memberikan sikap negatif karena pengguna mengurangi ketergantungan pada kinerja perusahaan karena kurang pentingnya ukuran risiko keuangan dan cenderung melakukan perdagangan spekulatif. Studi berbeda dihasilkan Beaver *et al.* (1970), Lee (1999), dan Koonce *et al.* (2004), pengguna mempunyai keyakinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan, *illiquid*, kondisi keuangan mengkhawatirkan sehingga mempunyai persepsi berisiko. Pengguna mengendalikan risiko *unsystematis* dengan diversifikasi saham dari variasi jenis perusahaan, industri, dan komposisi. Sehingga pengguna mengambil sikap terhadap risiko berdasarkan preferensi terhadap risiko, yaitu *risk averter*, *risk seeker*, atau *risk neutral*.

Persepsi risiko mencerminkan pandangan tentang potensi *loss* pada item laporan keuangan sehingga saham perusahaan berisiko (Koonce *et al.*, 2004). Persepsi risiko menunjukkan kondisi mengkhawatirkan dari kinerja dan prospek perusahaan yang buruk. Sehingga, pengguna melakukan evaluasi kinerja saham. Bilamana kinerja saham buruk akan dijual dan direvisi dengan saham yang memiliki kinerja prospek bagus. Akibatnya niat dalam pemilihan saham tinggi (Chen dan Steiner, 1990; Gibson *et al.*, 1997). Hasil studi berbeda ditunjukkan Hsu and Chiu (2004) bahwa pengguna tidak memperhatikan konsekuensi yang tidak diinginkan dalam niat untuk bertindak.

Chen and Hsu (2005) membuktikan informasi *company news* dan *advice* memberikan kontribusi lebih tinggi daripada informasi laporan keuangan dalam mengubah keyakinan dan tindakan *investor*. Pengguna laporan keuangan bertindak *naive* karena tidak dapat menganalisis informasi keuangan sehingga tidak berguna dalam pengambilan keputusan. Sementara Eipstein (1975), Easton and Zmijewski (1989), Beaver (1989), Barberis and Thaler (2003), Stuerke (2005), serta Scott (2009) menunjukkan *investor* mempunyai keyakinan awal tentang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Dengan informasi baru yang diterbitkan akan membantu dalam merubah keyakinan awal yang sudah ditetapkan mengenai harapan *earning* yang diinginkan dan membuat pilihan yang secara normatif diterima. Pengguna mendapatkan dan memproses informasi secara benar. Perubahan keyakinan diproses dari perubahan harga dan volume perdagangan saham. Hasilnya informasi bermanfaat karena mendorong *investor* mengubah keyakinan dan tindakannya.

Proses pengambilan keputusan adalah rasional dan tergantung pada *return* yang diinginkan untuk memaksimalkan utilitas. Pengambilan keputusan pemilihan saham menerapkan kemampuan dalam memproses informasi, menerapkan pengetahuan, *attention* terhadap persoalan investasi, tindakan melakukan pilihan dari berbagai alternatif, pertimbangan preferensi *return*, dan melakukan pengambilan keputusan. Pertimbangan preferensi *return* memberikan suatu bentuk *return* yang diinginkan oleh analis efek. Karena maksimalisasi utilitas, maka tujuan investasi adalah *return* berdasarkan subyektifitas pelaku pasar. Sehingga ada pilihan untuk memperoleh keuntungan dalam bentuk *capital gain*, *dividen*, ataukah keduanya. Hal ini menunjukkan tingkat utilitas yang diharapkan dan bersifat individual. Preferensi analis efek yang berbeda, sehingga analis efek akan mempunyai fungsi utilitas yang berbeda pula (Nagy and Obenberger, 1994).

Baker Wurgler (2007) menggunakan pendekatan sentimen *investor* dalam melihat bagaimana faktor psikologis *investor* bisa membuat bias sehingga mempengaruhi keputusan yang diambil. Hal ini tercermin salah satunya melalui *return* saham individu dan *return market* yang terbentuk. Sentimen *investor* dapat terjadi akibat kapitalisasi saham yang rendah, perusahaan yang kurang *profitable*, fluktuasi harga yang tinggi, tidak adanya pembayaran *dividend*, dan perusahaan yang mengalami *Financial distress*.

Penelitian Chan & Chen (1991) serta Fama & French (1992) menunjukkan adanya anomaly pasar yaitu terjadinya *return* yang lebih tinggi untuk saham-saham kecil dan saham perusahaan yang relatif mengalami *distress*. Hal ini diuji kembali oleh Aggarwal (2008) yang menunjukkan bahwa *risk premium* berkaitan dengan *asset* yang dimiliki perusahaan dan nilai kapitalisasi perusahaan. *Investor* akan bersikap underreaksi terhadap risiko bangkrut sehingga saham perusahaan akan mengalami *risk premium* yang negatif. Jika pasar underreaksi terhadap risiko bangkrut, perusahaan *distress* akan memiliki *return* yang rendah di awal tahun. *Return* rendah ini akan berlanjut ke masa depan dan perusahaan yang mengalami *financial distress* akan terus mengalami *risk premium* yang negatif.

3.3 Hipotesis

Chen dan Hsu (2005) menunjukkan informasi *company news* dan *advice* memberikan sumbangan lebih tinggi daripada laporan keuangan dalam mengubah belief dan *investor action*, serta menyatakan kualitas relevan lebih penting daripada reliabilitas. Berdasarkan kajian teoritis dan hasil empiris, disusun hipotesis sebagai berikut:
H1 : company information berpengaruh terhadap investor belief.

Scott (2009) dan Beaver (1989) menyatakan informasi keuangan mempunyai kandungan informasi jika membantu dalam pembentukan *investor belief* dalam pembelian atau penjualan saham. Scott (2009) memberikan prediksi perilaku *investor* dalam merespon informasi laporan keuangan, yaitu: (1) *Investor* mempunyai keyakinan tentang *return* dan *risk* saham emiten yang diharapkan. Keyakinan ini didasarkan pada informasi yang tersedia di pasar, yang meliputi harga pasar sampai sebelum *current net income* perusahaan diterbitkan. Tetapi, keyakinan tersebut tidak sama karena berbeda dalam menempatkan informasi dan kemampuan interpretasi; (2) Setelah penerbitan *net income* tahun berjalan, *investor* akan menjadi lebih tahu dengan menganalisa angka *income*. Jika *net income* lebih tinggi dari yang diharapkan, maka menjadi *good news*. *Investor* lainnya yang mempunyai harapan tinggi tentang betapa seharusnya *net income* sekarang, menginterpretasikan *net income* yang sama sebagai *bad news*. Sementara itu Baker Wurgler (2007) menggunakan pendekatan sentimen *investor* dalam melihat bagaimana faktor psikologis *investor* bisa membuat bias sehingga mempengaruhi keputusan yang diambil. Hal ini tercermin salah satunya melalui *return* saham individu dan *return market* yang terbentuk. Berdasarkan kajian teoritis dan hasil empiris, disusun hipotesis sebagai berikut:

H2 : Investor cenderung bereaksi positif terhadap company information ketika menerima informasi keuangan perusahaan yang mengindikasikan good news.

3.4 State of The Art

Penelitian-penelitian terdahulu membentuk model *investor belief* dengan memasukkan faktor-faktor psikologis dengan mendasarkan pada latar belakang *investor* dari segi demografi, pendidikan, dan pengalaman. Penelitian tersebut belum memasukkan unsur-unsur fundamental dalam laporan keuangan yang dapat membentuk *investor belief* pada perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba positif. Laba negatif merupakan salah satu indikator yang menunjukkan perusahaan mengalami *financial distress*. Hofer (1980) dan Whitaker (1999) yang mendefinisikan *financial distress* jika beberapa tahun perusahaan mengalami laba bersih operasi (*net operating income*) negatif. Baker Wurgler (2007) menggunakan pendekatan sentimen *investor* dalam melihat bagaimana faktor psikologis *investor* bisa membuat bias sehingga mempengaruhi keputusan yang diambil. Hal ini tercermin salah satunya melalui *return* saham individu dan *return market* yang terbentuk. Sentimen *investor* dapat terjadi akibat kapitalisasi saham yang rendah, perusahaan yang kurang profitable, fluktuasi harga yang tinggi, tidak adanya pembayaran *dividend*, dan perusahaan yang mengalami *Financial distress*.

Kebaruan penelitian ini memasukkan unsur-unsur fundamental dalam laporan keuangan yang dapat membentuk *investor belief*, kemudian akan diuji apakah faktor-faktor yang membentuk *investor belief* pada perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba negatif (terindikasi *distress*). Model *price momentum* yang telah dilakukan untuk tahun penelitian 2014-2015, menunjukkan adanya kandungan informasi keuangan yang berbeda terhadap *return* yang dapat diperoleh dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*. Selanjutnya model pendeteksian *financial distress* dalam kondisi *bullish* dan *bearish* sebagai *early warning system* kepailitan di Indonesia yang telah dilakukan untuk tahun penelitian 2016, menemukan unsur informasi keuangan yang dapat mendeteksi kondisi *distress*, yaitu *Fixed Assets To Total Assets*, *Total Debt To Total Assets*, *Times Interest Earned Ratio*, *Dividend Payout Ratio* dan beta saham. Temuan dalam penelitian-penelitian tersebut kemudian dimasukkan dan diuji untuk membentuk model opini *investor belief* terhadap *company information*. Berdasarkan hasil-hasil penelitian tersebut, adapun unsur-unsur fundamental dalam laporan keuangan yang di duga menjadi indikator pembentuk *investor belief* pada perusahaan yang mengalami laba negatif dan perusahaan yang mengalami laba negatif, meliputi: *net operating assets*, ukuran perusahaan, nilai buku, pertumbuhan EPS, *Fixed Assets To Total Assets*, *Total Debt To Total Assets*, *Times Interest Earned Ratio*, *Dividend Payout Ratio* dan beta saham. Hasil yang diperoleh digunakan untuk mendeteksi kemungkinan kecenderungan *investor* yang *company information* terhadap *company information*.

Selanjutnya, setelah diperoleh model opini *investor belief* terhadap *company information*, penelitian dilanjutkan dengan konstruksi model yang dapat mendeteksi kemungkinan kecurangan yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan untuk membentuk *investor belief*. Dengan demikian perlu penerapan model untuk menjadi dasar kebijakan yang diperlukan untuk perlindungan *investor* terhadap kemungkinan kecurangan yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.

3.5 Peta Jalan Penelitian Pengusul

Dalam penelitian ini dijelaskan peta perjalanan penelitian yang nantinya akan menghasilkan penelitian terintegrasi dari konsep *price momentum*, *financial distress*, *investor belief*, dan model pendeteksian kecurangan atas *company information*. Model *price momentum* yang telah dilakukan untuk tahun penelitian 2014-2015, menunjukkan adanya kandungan informasi keuangan yang berbeda dalam kondisi pasar *bullish* dan *bearish*. Selanjutnya model pendeteksian *financial distress* dalam kondisi *bullish* dan *bearish* sebagai

early warning system kepailitan di Indonesia yang telah dilakukan untuk tahun penelitian 2016, menemukan unsur informasi keuangan yang dapat mendeteksi kondisi *distress*. Temuan dalam penelitian-penelitian tersebut kemudian dimasukkan dan diuji untuk membentuk model opini *investor belief* terhadap *company information*. Hasil yang diperoleh digunakan untuk mendeteksi kemungkinan kecenderungan *investor* yang *company information* terhadap *company information*.

Untuk selanjutnya, dilakukan konstruksi model yang dapat mendeteksi kemungkinan kecurangan yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan untuk membentuk *investor belief* sehingga dapat diterapkan untuk menjadi *draft* kebijakan yang diperlukan untuk perlindungan *investor* terhadap kemungkinan kecurangan yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

1989, 1992, 1994, 2004, 2007, 2008,	2015	2016	2018	2019
<p>Beaver, Hogart & Einhorn, Nagy Obenberger Model <i>Investor belief</i></p> <p>Scott, Fama & French, Wurgler, Hirshleifer, Basu Faktor-faktor psikologis yang Inverstor</p> <p>Hirshleifer, Basu Model Informasi Keuangan yang Membuat Anomaly di Pasar Modal</p>	<p>R.A. Nurlinda Kajian Model <i>Price Momentum</i> Dalam Kondisi Bull dan Bear Market di Bursa Efek Indonesia.</p>	<p>Eka Bertuah Kajian Model Pendeteksian <i>Financial Distress</i> Dalam Kondisi <i>Bullish</i> dan <i>Bearish Market</i> Sebagai <i>Early Warning Tools</i> Kepailitan di Indonesia.</p>	<p>Eka Bertuah Model Opini <i>Investor belief</i> Dalam Berinvestasi Terhadap <i>Company information</i>.</p>	<p>Eka Bertuah Penerapan Model Sebagai dasar kebijakan untuk melakukan proteksi terhadap investor dalam berinvestasi terhadap kemungkinan <i>fraud</i> yang dilakukan perusahaan melalui laporan keuangan.</p>

Gambar 3.1 Peta Jalan Penelitian

BAB IV DESAIN DAN METODE PENELITIAN

4.1 Tahap Penelitian

4.1.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian deskriptif dengan mengetahui faktor-faktor yang dapat menjadi indikator pembentuk opini *investor belief* terhadap *company information*. Kemudian dilanjutkan dengan deskriptif analisis dengan menggunakan analisa faktor. Berdasarkan analisis faktor maka diperoleh indikator yang terpilih untuk dimasukkan dalam menentukan *company information*, sehingga dapat diperoleh indikator *company information* dalam membentuk opini *investor belief*.

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah library research, dimana jenis data yang digunakan adalah data sekUNDAr yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia dan Bank Indonesia.

4.1.2 Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah data keuangan seluruh perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur klasifikasi *Indonesian Capital Market Directory*. Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai kriteria yang ditentukan.

Kriteria yang digunakan untuk pemilihan sampel adalah:

1. Sampel adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur tahun 2008-2017 dan mempublikasikan laporan keuangan auditan. Pemilihan sampel yang berasal dari satu industri ini bertujuan untuk menghindari adanya pengaruh perbedaan industri.
2. Sampel adalah perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai wakil dari kelompok perusahaan yang melaporkan laba operasi negatif dan kelompok perusahaan yang melaporkan laba operasi negatif.

4.1.3 Analisis Data

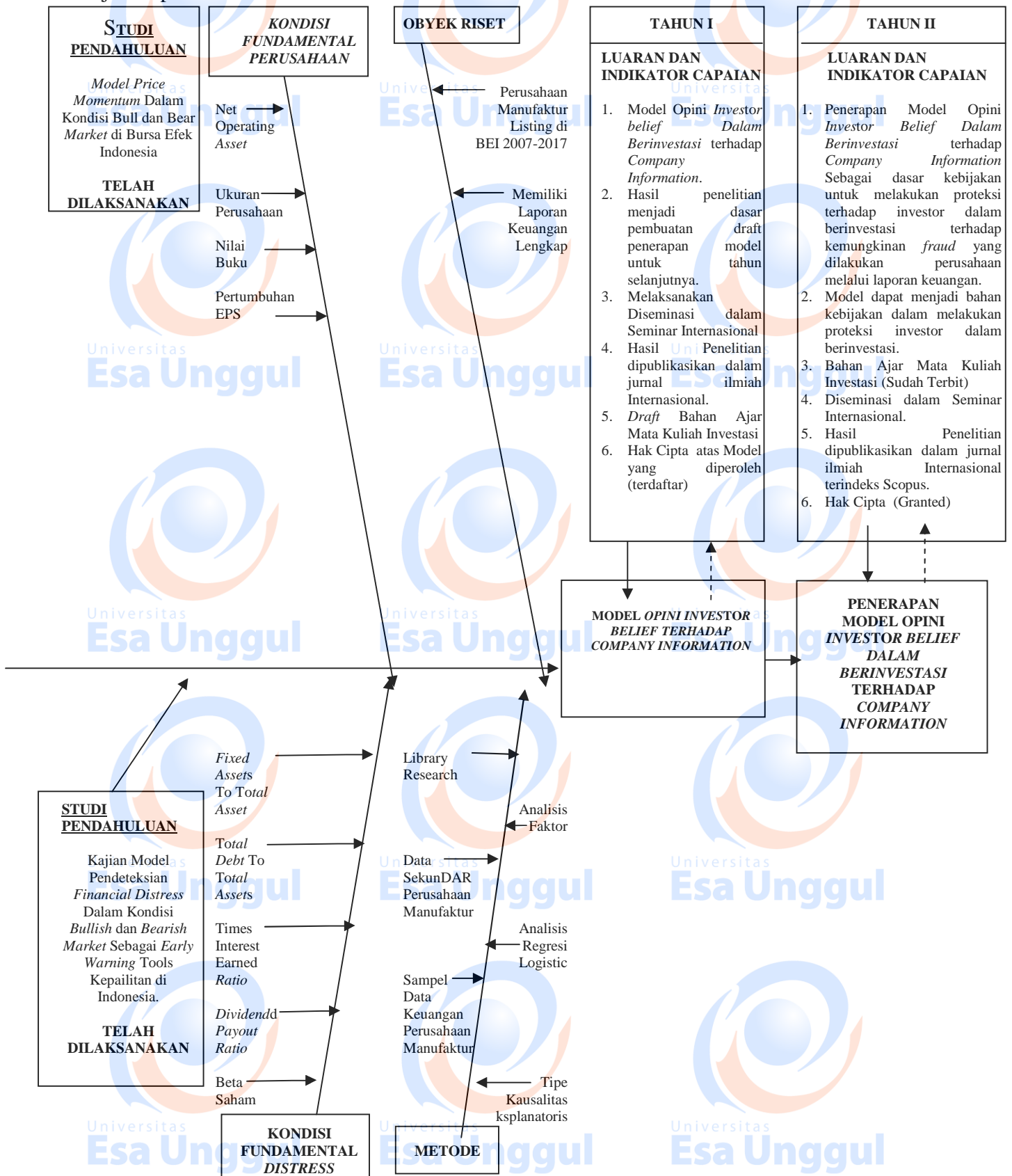
Langkah awal adalah pendeteksian informasi keuangan yang dapat membedakan perusahaan yang mengalami laba positif dan laba negatif. Alat analisis yang digunakan adalah regresi logistik binary. Selanjutnya berdasarkan indikator yang diperoleh maka akan dibuktikan informasi keuangan mana

yang membentuk investor belief. Alat analisis yang digunakan adalah GLM Multivariate dan interaction effect.



4.2 Diagram Alir Penelitian

Metode Penelitian tersebut diatas apabila diringkas dalam diagram alir maka akan menjadi seperti dibawah ini:



BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Faktor Kinerja Keuangan yang Mempengaruhi Laba Perusahaan

Hasil olahan data menunjukkan bahwa informasi keuangan yang dapat membedakan perusahaan yang memperoleh laba positif atau negatif adalah net operating asset, pertumbuhan earning per share, fixed assets turnover dan keputusan pendanaan atas asset.

Dengan demikian model yang dapat dibentuk adalah :

$$P(1/0) = 0,692 + 0,484 \text{ DNOA} + 0,036 \text{ GEPS} + 0,162 \text{ FATO} - 1,419 \text{ DAR}$$

Parameter Estimates

	Parameter	Estimate	Std. Error	Z	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
PROBIT ^a	dnoa	.484	.229	2.111	.035	.035	.934
	cap	.047	.072	.654	.513	-.095	.189
	pbv	.014	.019	.736	.462	-.023	.051
	geps	.036	.014	2.513	.012	.008	.063
	fato	.162	.050	3.221	.001	.063	.261
	dar	-1.419	.270	-5.261	.000	-1.948	-.890
	gebit	.000	.009	-.016	.987	-.018	.018
	dpr	.714	.679	1.051	.293	-.617	2.046
	beta	-.004	.041	-.099	.921	-.085	.077
	Intercept	.692	1.055	.656	.512	-.363	1.746

a. PROBIT model: $\text{PROBIT}(p) = \text{Intercept} + \text{BX}$

Pearson goodness of fit menunjukkan menunjukkan bahwa model fit dengan data. Hasil statistik menunjukkan nilai sig = 0,984 yaitu berada diatas 0,05.

Chi-Square Tests

		Chi-Square	df ^a	Sig.
PROBIT	Pearson Goodness-of-Fit Test	321.694	378	.984

a. Statistics based on individual cases differ from statistics based on aggregated cases.

Hasil olahan data yang menunjukkan ada perbedaan nyata antar grup. Hasil penelitian membuktikan bahwa terdapat perbedaan nyata atas net operating asset, pertumbuhan EPS,

dan pendanaan asset antara perusahaan yang memiliki laba positif dan negatif, dan perbedaan ini juga direaksikan berbeda oleh investor. Dengan kata lain net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset memberikan perbedaan investor belief. Akan tetapi untuk fixed asset hanya hasil uji dengan pillai's trace saja yang memberikan bukti terdapat perbedaan investor belief terhadap informasi net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset, sementara yang pengujian lainnya tidak.

Multivariate Tests^a

Effect	Value	F	Hypothesis df	Error df	Sig.	
Intercept	Pillai's Trace	.449	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Wilks' Lambda	.551	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Hotelling's Trace	.815	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Roy's Largest Root	.815	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Pillai's Trace	.091	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
Dnoa	Wilks' Lambda	.909	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Hotelling's Trace	.100	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Roy's Largest Root	.100	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Pillai's Trace	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Wilks' Lambda	.994	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
Geps	Hotelling's Trace	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Roy's Largest Root	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Pillai's Trace	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Wilks' Lambda	.998	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Hotelling's Trace	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
Fato	Roy's Largest Root	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Pillai's Trace	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Wilks' Lambda	.987	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Hotelling's Trace	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Roy's Largest Root	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003

a. Design: Intercept + dnoa + geps + fato + dar

b. Exact statistic

Hasil pengujian untuk tiap variabel juga membuktikan bahwa terdapat perbedaan net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset pada perusahaan yang mengalami laba positif dan negatif. Hal ini juga membedakan investor belief. Sementara untuk perputaran fixed asset tidak dapat membedakan perusahaan yang mengalami laba positif dan negatif dan tidak membedakan investor belief.

Tests of Between-Subjects Effects

Source	Dependent Variable	Type III Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	Dpat	14.721 ^a	4	3.680	28.348	.000
	Dcaar	2.420 ^b	4	.605	2.480	.043
Intercept	Dpat	85.999	1	85.999	662.449	.000
	Dcaar	23.606	1	23.606	96.778	.000
Dnoa	Dpat	10.822	1	10.822	83.359	.000
	Dcaar	2.164	1	2.164	8.871	.003
Geps	Dpat	.733	1	.733	5.650	.018
	Dcaar	.000	1	.000	.001	.978
Fato	Dpat	.122	1	.122	.939	.333
	Dcaar	.125	1	.125	.514	.474
Dar	Dpat	1.480	1	1.480	11.398	.001
	Dcaar	.001	1	.001	.006	.939
Error	Dpat	116.189	895	.130		
	Dcaar	218.309	895	.244		
Total	Dpat	741.000	900			
	Dcaar	388.000	900			
Corrected Total	Dpat	130.910	899			
	Dcaar	220.729	899			

a. R Squared = .112 (Adjusted R Squared = .108)

b. R Squared = .011 (Adjusted R Squared = .007)

Hasil penelitian ini memberikan bukti untuk mendukung teori signaling bahwa informasi keuangan dapat menjadi sinyal kemungkinan perolehan laba perusahaan ke masa depan sehingga akan mempengaruhi investor believe. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori struktur modal dengan pendekatan *modigliani-miller*. Pendekatan tersebut menyatakan bahwa nilai total perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan, melainkan dipengaruhi oleh investasi yang dilakukan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Sudana, 2015).

Hasil penelitian ini mendukung teori prospek. Berdasarkan teori tersebut, orang memiliki kecenderungan irrasional untuk lebih enggan mempertaruhkan keuntungan dari pada kerugian. Apabila seseorang dalam posisi untung maka orang tersebut cenderung untuk menghindari risiko, sedangkan apabila seseorang dalam posisi rugi maka orang tersebut cenderung untuk berani menghadapi risiko. Dalam kenyataannya, pasar saham memang banyak dipengaruhi oleh psikologi pasar atau "*animal spirit*" yang mengikuti aturan yang tidak logis (Samsul, 2006).

Komponen produk perusahaan sektor manufaktur 30 sampai 40 persennya adalah impor sehingga melemahnya melemahnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar akan mempengaruhi biaya produksi dan operasi perusahaan. Selama periode penelitian dollar mengalami depresiasi yang tergolong ringan. Dengan adanya kestabilan nilai tukar rupiah terhadap dollar membuat perusahaan sektor manufaktur mampu menghasilkan target pertumbuhan penjualan yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Semakin baiknya kinerja perusahaan dalam menghasilkan penjualan maka akan menarik minat investor untuk berinvestasi. Hal ini menunjukkan adanya sinyal good news sehingga abnormal return meningkat.

5.3 Keluaran Yang Dicapai

Keluaran yang sudah dilaksanakan adalah melakukan pengolahan dan analisis data untuk pembentukan model. Luaran yang sudah dilaksanakan adalah mengikuti diseminasi pada Seminar the 2018 Fifth International Conference on Governance and Accountability (ICGA) dengan tema "Innovating Sustainability: Commitment to Environmental Practice." yang dilaksanakan oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, The Asia-Pacific Centre for Sustainability (APCeS) of the Accounting Research Institute (ARI), Universitas Teknologi Mara Malaysia, dan Universitas Bangka Belitung. Seminar bertempat di BW Suite Belitung hotel pada tanggal 28-30 August 2018. Laporan hasil olahan data telah memperoleh hak cipta, pembuatan draft buku ajar untuk mata kuliah manajemen investasi dan hasil penelitian diajukan dalam jurnal internasional bereputasi.



BAB VI

RENCANA TAHAPAN BERIKUTNYA

6.1 Rencana Tahun Pertama

Pada tahun pertama rencana tahap selanjutnya adalah:

1. Hasil penelitian ini akan menjadi draft buku ajar pada mata kuliah Manajemen Invetasi.
2. Hasil penelitian akan dipublikasikan melalui Jurnal Internasional : Accounting and Organizational Change.
3. Model diajukan untuk mendapat HKI
4. Menyelesaikan laporan akhir PTUPT dan mengupload ke SIMLITABMAS tepat waktu

6.2 Rencana Tahun Kedua

Pada tahun kedua rencana tahap selanjutnya adalah:

1. Pengembangan Model Opini Investor Belief Terhadap Company Information.
2. Luaran penelitian ini akan dilakukan diseminasi hasil penelitian pada Seminar Tingkat Internasional.
3. Hasil penelitian akan dipublikasikan melalui Jurnal Internasional
4. Menghasilkan buku ajar yang dapat digunakan pada mata kuliah Manajemen *Investasi*..
5. Buku ajar akan diajukan untuk mendapat HKI.
6. Menyelesaikan laporan akhir PTUPT dan mengupload ke SIMLITABMAS tepat waktu

Adapun Rencana Target Capaian Berikutnya dapat dilihat pada tabel 6.1 di bawah ini

Tabel 6.1 : Rencana Target Capaian:

No.	Jenis Luaran				Indikator Capaian	
	Kategori	Sub Kategori	Wajib	Tambahan	TS	TS+1
1.	Artikel Ilmiah dimuat di Jurnal	Internasional Bereputasi		√	Review	Accepted
		Nasional Terakreditasi				
2.	Artikel Ilmiah dimuat di Prosiding	Internasional Terindeks		√	Dilaksanakan	Dilaksanakan
		Nasional				
3.	Keynote Speaker dalam Temu Ilmiah	Internasional				
		Nasional				
4.	Visiting Lecturer	Internasional				
5.	Hak Atas Kekayaan Intelektual (HKI)	Paten				
		Paten SeDARhana			Terdaftar	Granted
		Hak Cipta	√		Terdaftar	Granted
		Merek Dagang				
		Rahasia Dagang				
		Desain Produk Industri				
		Indikasi Geografis				
		Perlindungan Varietas Tanaman				
		Perlindungan Topografi Sirkuit Terpadu				
6.	Teknologi Tepat Guna		√		Draft	Produk
7.	Model/Purwarupa/Desain/Karya Seni/Rekayasa Sosial		√		Model	Draft Kebijakan
8.	Buku Ajar (ISBN)			√	Draft	Terbit
9.	Tingkat Kesiapan Teknologi (TKT)				4	5



BAB VII KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Hasil penelitian membuktikan bahwa informasi keuangan yang dapat membedakan perusahaan yang memperoleh laba positif atau negatif adalah net operating asset, pertumbuhan earning per share, fixed assets turnover dan keputusan pendanaan atas asset.

Hasil penelitian juga membuktikan bahwa terdapat perbedaan net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset pada perusahaan yang mengalami laba positif dan negatif. Hal ini juga membedakan investor belief. Sementara untuk perputaran fixed asset tidak dapat membedakan perusahaan yang mengalami laba positif dan negatif dan tidak membedakan investor belief.

Hal ini menunjukkan Company Information berpengaruh terhadap investor believe. Investor cenderung memberikan reaksi ketika menerima company information yang mengandung bad news.

2. Saran

Perusahaan perlu terus memperbaiki reputasi bisnisnya supaya kepercayaan masyarakat dapat terbentuk melalui minat investasi di pasar modal. Tidak cukup pencapaian laba saja tetapi wujud nyata keberlanjutan bisnis melalui jaringan kerja yang terintegreasi diperlukan sehingga masyarakat dapat yakin untuk membeli saham perusahaan dan tentunya hal ini meningkatkan minat investasi masyarakat melalui pasar modal. Oleh karena itu juga diperlukan upaya dan kebijakan pemerintah dalam melindungi aset mayarakat yang mau berinvestasi melalui pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Ajzen, Icek, 1988. *The Theory of Planned Behavior*, Organizational Behavior and Human Decision Processes, 50 (2).
- Ball, R., Kothari, S., 1991. *Security returns around earnings announcements*. *The Accounting Review* 66, 718-738.
- Barberis, Nicholas, and Thaler, Richard, 2003, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science.
- Barth, M., Beaver, W., Landsman, W., 1998. *Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health*. *Journal of Accounting and Economics* 25, 1-34.
- Beaver, W.H., 1989. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Second Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.
- Beaver, W.H., Kettler, P., and Scholes, M., 1970. *The Association between market determined and accounting determined risk measures*, *The Accounting Review*, Vol. 6, pp. 654 - 682.
- Bradshaw, M., Richardson, S., Sloan, R., 2000. *Do analysts and auditors use information in accruals?* *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Bruns, William J. Jr., 1968. *Accounting Information and Decision Making: Some Behavioral Hypotheses*, *The Accounting Review*, July, pp. 469-480.
- Charness, Gary, Gneezy, 2003. *Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment*, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 51, June, pp. 161
- Chen, Carl R and Steiner, Thomas L. 1990. *Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*. *The Financial Review*. Vol 34, pp. 119-136
- Chen, S., and Hsu, K. 2005. *Perceived usefulness of annual reports and other information*, Paper presented in the Research Forum Session at the annual meeting of the American Accounting Association, San Francisco.
- Chow, Wing S., Lai Sheung Chan, 2008, *Social Network, Social Trust and Shared Goals in Organizational Knowledge Sharing*, *Information & Management*, Volume 45, Issue 7, November 2008, Pages 458-465, Elsevier.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Teoh, S., 2002. *Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications*. *Journal of Monetary Economics-Carnegie/Rochester Conference on Public Policy* 49, 39-209.
- DeBondt, W., Thaler, R., 1985. *Does The Stock Market Overreact?* *Journal of Finance* 40, 793-805.

- Easton, P.D., and M.E. Zmijewski, 1989. *Cross Sectional Variation In The Stock-Market Response to Accounting Earnings Announcement*, Journal of Accounting and Economics, July, pp 117-141.
- Epstein, M.J. 1975. *The Usefulness of Annual Reports to Corporate Shareholders*. Los Angeles Bureau of Business and Economic Research, California State University.
- Fama, E., French, K., 1995. *Size and book-to-market factors in earnings and returns*. Journal of Financial Economics 33, 3-56.
- Fama, E., MacBeth, J., 1973. *Risk, return and equilibrium: empirical tests*. Journal of Political Economy 81, 607-636
- Ferris, K. R., Hiramatsu, K., and Kimoto, K., 1990. *Accounting Information and Investment Risk Perception in Japan*, Journal of International Financial Management and Accounting, 1 (3), pp. 232 - 243.
- Fishbein, Martin, and Ajzen, Icek, 1975. *Belief, Attitude, Intention, and Behavior: An Introduction to Theory and Research*, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Hailu, Getu, Ellen W. Goddard, and Scott R. Jeffrey, 2004. *Do Decision Makers Debt-risk Attitudes Affect the Agency Costs of Debt?*, Annual meeting of the Canadian Agricultural Economics Society, Halifax, June,
- Hirshleifer, D., Teoh, S., 2003. *Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting*. Journal of Accounting and Economics 35, 337-386.
- Hogart, R., and H., Einhorn, 1992. *OrDAR Effect in Belief Updating: The Belief-adjustment model*, Cognitive Psychology, 24(1), pp 1-55.
- Hsu, Meng-Hsiang, and Chao-Min Chiu, 2004. *Predicting Electronic Service Continuance With a Decomposed Theory of Planned Behaviour*, Behaviour & Information Technology, 23(5): 359-373.
- Jegadeesh, N., 1990. *Evidence of predictable behavior of security returns*. Journal of Finance 45, 881-898.
- Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. *Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency*. Journal of Finance 48, 65-91.
- Jones, C.P, 1996. *Investments Analysis and Managements*, New York: John Wiley & Sons, Inc., 8th Edition.
- Koonce, Lisa, and Mercer, Molly, 2004, *Using Psychology Theories in Archival Financial Accounting Research*, Journal of Accounting Literature, pp 175-190.
- Kothari, S., 2001. *Capital markets research in accounting*. Journal of Accounting and Economics 31, 105-231.

- Kothari, S., Sabino, J., Zach, T., 2005. *Implications of data restrictions on performance measurement and tests of rational pricing*. *Journal of Accounting and Economics* 438, this issue.
- Nagy Robert A. dan Obenberger Robert W, 1994, "*Factors Influencing Individual Investor Behavior*," *Financial Analysts Journal*, pp. 63-68
- Nofsinger, John R., 2005, *The Psychology of Investing*, Pearson Education, Second Ed., NJ: Upper Saddle River.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., 2003. *Information in Accruals About The Quality of Earnings*. Working paper, University of Michigan.
- Ritter Jay. R, "*Behavioral Finance*," *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11, No 4, (September 2003), pp. 429-437
- Scott, William R., 2009. *Financial Accounting Theory*, 5rd ed, Toronto:Pearson Education Canada Inc.
- See J. Von Neumann dan O. Morgenstern, 1947, "*Theory of Games and Economic Behavior*", Princeton: Princeton University Press
- Sloan, R., 1996. *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?* *The Accounting Review* 71, 289-315.
- Stuerke, Pamela S., 2005, *Financial Analysts As Users of Accounting Information: Evidence about Forecast Revision Activity After Earnings Announcements*, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 1 (1), pp. 8-24.
- Teoh, S., Wong, T., 2002. *Why new issue and high-accrual firms underperform: the role of analysts' credulity*. *Review of Financial Studies* 15, 869-900.
- Thomas, J., Zhang, H., 2002. *Inventory changes and future returns*. *Review of Accounting Studies* 7, 163-187.
- Zhang, Y., 2004. *Net operating assets As Predictor of Future Stock Returns: An Industry Analysis*. Working paper, The Ohio State University.



Universitas
Esa Unggul

ICGA 2018
The 2018 Fifth International Conference on Governance and Accountability
"Innovating Sustainability : Commitment to Environmental Practices"
BW Suite Hotel Belitung- Bangka Belitung, Indonesia

Number : 085/OC/ICGA/06/2018
Re : ICGA 2018 Letter of Acceptance
Authors Paper Title : Financial Performance Information As Forming Corporate Failure Model
In Indonesia

Dear Eka Bertuah,

On behalf of the Conference Committee, we are pleased to inform you that your paper has been accepted for presentation at The 5th ICGA, 2018, "Innovating Sustainability : Commitment to Environmental Practices", which will be held 28-30 August 2018 in BW Suit Hotel, Belitung Bangka Belitung, Indonesia.

You are required to register, make payment, attend and present the research paper at one of the parallel sessions. The schedule of a parallel session will be informed later. The time for each presentation will be about 20 minutes including discussion.

In order to appear on the conference program, you should submit a full article in MS word format by following the attached template, registration form, payment confirmation, and letter of publication agreement not more than 05 August 2018.

Attached in this email:

1. LOA.pdf
2. Full paper template ICGA 2018
3. Registration form
4. Payment guidelines
5. Letter of publication agreement

If you have any other inquiries, please do not hesitate to e-mail us.
We are looking forward to meeting you at the conference.

Bandar Lampung, 16 June 2018

Sincerely,





The Fifth International Conference on Governance and Accountability (ICGA) 2018

Universitas
Esa Unggul

PARALLEL SCHEDULE

Thursday, 30th August 2018

SESSION III

Time 14.00 – 15.00

Universitas
Esa Unggul

Room : Ballroom
Moderator : Khairiyansyah, S.E., M.M.
Co-Moderator : Anggraeni Yunita, S.E., M.Si.

Reviewer : Prof. Dr. Fredrik L. Benu (University of Nusa Cendana, Indonesia)

No	Title	Institution	Author
1	The Model Of Entrepreneurial Development Based On Creative Economy Through Business And Technology Incubator (Case Study Of Private Universities In Indonesia)	Darmajaya Institute of Informatics and Business	Anuar Sanusi, Andri Winata
2	Financial Performance of Local Government And Social Welfare: The Case In Indonesia	Universitas Bandar Lampung	Khairudin, Rosmiati Tarmizi, Indrayenti, Nurdiawansyah, Budhi Waskito
3	Environmental, Social, And Governance (Esg) Performance And Earnings Management In The Asean-5 Countries	Universitas Indonesia	Khalid Ardhi Nurrahman, Aria Farah Mita
4	Financial Performance Information As Forming Corporate Failure Model In Indonesia	Esa Unggul University	Raden Ayu Nurlinda, Eka Bertuah

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas

Esa Unggul

REPUBLIC INDONESIA

KEMENTERIAN HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA

Universitas

Esa Unggul

SURAT PENCATATAN CIPTAAN

Dalam rangka perlindungan ciptaan di bidang ilmu pengetahuan, seni dan sastra berdasarkan Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta, dengan ini menerangkan:

Nomor dan tanggal permohonan : EC00201848309, 5 Oktober 2018

Pencipta

Nama : Dr. Eka Bertuah, SE, MM

Alamat : Jl Kayu Manis VIII RT 006 RW 007 No. 28D, Jakarta, Dki Jakarta, 13130

Kewarganegaraan : Indonesia

Pemegang Hak Cipta

Nama : R.A. Nurlinda, SE, MM, Dr. Nuryasman MN, SE, MM,

Alamat : Jl. H. Suit BB/33 Semper Barat Cilincing, Jakarta Utara, Dki Jakarta, 14130

Kewarganegaraan : Indonesia

Jenis Ciptaan : Buku

Judul Ciptaan : Model Opini Investor Believe Dalam Berinvestasi Terhadap Company Information

Tanggal dan tempat diumumkan untuk pertama kali di wilayah Indonesia atau di luar wilayah Indonesia : 29 Agustus 2018, di Belitung

Jangka waktu perlindungan : Berlaku selama hidup Pencipta dan terus berlangsung selama 70 (tujuh puluh) tahun setelah Pencipta meninggal dunia, terhitung mulai tanggal 1 Januari tahun berikutnya.

Nomor pencatatan : 000120070

adalah benar berdasarkan keterangan yang diberikan oleh Pemohon.

Surat Pencatatan Hak Cipta atau produk Hak terkait ini sesuai dengan Pasal 72 Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta.



LAMPIRAN
PEMENGANG

a.n. MENTERI HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA
DIREKTUR JENDERAL KEKAYAAN INTELEKTUAL

Dr. Freddy Harris, S.H., LL.M., ACCS.
NIP. 196611181994031001

Universitas

Esa Unggul

Universitas

Esa Unggul

Universitas

Esa Unggul

10/8/2018

Email Universitas Esa Unggul - Publication



Eka Bertuah <eka.bertuah@esaunggul.ac.id>

Publication

2 pesan

Erlane K Ghani <publicationtae@gmail.com>
Kepada: eka.bertuah@esaunggul.ac.id

28 September 2018 21.16

Dear Eka


Congratulation! Your paper has been selected for publication in the Journal of Management Information and Decision Science-Special Issue. This issue will consists of 20 papers selected from two conferences organised by Universiti Teknologi MARA. The expected publication date would be in November/December 2018.

The publication fee for this special issue is USD800. If you agree, kindly format your paper based on the template given and email me back by 6 October 2018. However, there is an option where you can get the fee to be reduced to USD350. Kindly contact me at 0060162388429 for further information.

Thank you

Best regards

Uni Erlane tas

 Paper 01 Eka ok.docx
58K

Eka Bertuah <eka.bertuah@esaunggul.ac.id>
Kepada: publicationtae@gmail.com

7 Oktober 2018 00.12

Yes, I accept.

[Kutipan teks disembunyikan]

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

FINANCIAL PERFORMANCE INFORMATION TESTING IN FORMING INVESTOR CONFIDENCE

Eka Bertuah¹, RA Nurlinda², Nuryasman³

¹Email: eka.bertuah@esaunggul.ac.id

Faculty of Economics and Business, Esa Unggul University, Jl. Arjuna Utara No.9, 11510, Jakarta, Indonesia

²Email: nurlinda@esaunggul.ac.id

Faculty of Economics and Business, Esa Unggul University, Jl. Arjuna Utara No.9, 11510, Jakarta, Indonesia

³Email: nuryasman@fe.untar.ac.id

Faculty of Economics and Business, Tarumanegara University, Jl. Letjen S. Parman No.1, 11470, Jakarta, Indonesia

ABSTRACT

This study aims to see how market reaction in invest to information the financial performance of corporation in the capital market. This research do decomposition attitude to behave be investor character in response to information the financial performance of corporations. Begin with evaluate financial fundamental factors in expect to the common market reaction.

Object research used is data from the financial reports of manufacturing company for years 2008-2017 which listing at Indonesian Stock Exchange. Analysis of data use logistic regression with probit model and multivariate GLM. To achieve the aim, it will be done construction model market reaction in invest to to information the financial performance of corporation. The research result show that the first, that there are differences net operating asset, caused growth, and financing asset to companies that experienced profit positive and negative. Second, company information had a significant effect on believe investors. Investors tend to give a reaction when it receives company on information containing bad news.

Keywords : *market reaction, investor believe, informasi content, financial performance.*

INTRODUCTION

Financial behavior play an important role in decision-making someone to invest. Before making a decision, an investor should study of corporate financial reports, the performance of the company, their track record of portfolio, the state of the economy, risk of business, etc. This is what is presented in the fundamental approach. But the fundamental approach need the assumption that must be fulfilled that is generally difficult to obtained. First , availability of that really related to company fundamentals value of a financial assets that have been analyzed. Second, investor is rational. In fact , the assumptions above difficult obtained. Kahneman and Tversky (1973) stated that information that can be obtained are limited. Although information can be obtained, but interpretation of the information can differents. Thus psychology factor in decision making grounded in the discovery Miller (1977) said that in one time unit, the human brain to receive information, manage it and shaping it into a decision has limited, so that people do not regardless of bias and doing decision making relying on power of psychologis. A group of researchers opinion that limited attention investors and the ability to process information to cause systematic mistake can affect stock

market prices. Besides that investors also simplify consideration and decision with focused on information on the bloated earnings performance.

Utility theory developed by Von Neumann and Morgenstern (1947), who stated that (1) the investors very rational, (2) agree by complex choice, (3) dislike risks and, (4) maximize wealth. Not all the part of investors consisting of a rational people and also did not emotional. If the bad news, market players will take an emotional immediately assess share too low. To avoid loss, the investor becomes behave irrational and seek sell shares having bad performance quickly.

Information is a signal to the market against good news or bad news and also acts as a stimulus (Bruns , 1966). Sophisticated investors will analyzes information to determine whether the signal valid, trustworthy, and able to produce valuable information. If signal beyond and trusted, signal serves as a stimulus affecting investors confidence. This factor changed according to time because information and cause motivation changed as an indication that affects of intentions (Ajzen, 1988).

Indonesian capital markets are the emerging market with decision-making is speculative, affected opinions and psychology. Decision making for accounting and finance focused on fundamental analysis. The determination of the value of shares with the performance of fundamental , can be used to assess the prospects of a firm (Scott, 2009).

LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESIS

Investor Confidence

Confidence are essential components in the process is supposed to do make a decision (Beaver, 1989). Changes in decisions can occur when new information received change confidence. Scott (2009) and Beaver (1989) said financial information have information content if help in the formation of investors confidence in a buy or sell stock. Scott (2009) give predictions investors began to withdraw their behavior in responding to things in the financial report information : (1) Investors is very confident about return and risk stock issuers expected. It is grounded in the information available on the market , which includes the market price till just before current net income company published. But, the confidence is not the same because different in putting information and the ability interpretation of information. (2) After publishing net income years running, investors will become more know by analyzing the income. If net income higher than expected, shall be good news. Other investors have hope high of how supposed to net income now , the interpretation of the net income which is the same as bad news.

Belief Adjustment Theory (Hogarth & Einhorn's, 1992) is supposed that man will process information consecutively and have limited a memory. Therefore the will change

the order is supposed to do them through the process of anchoring and adjustment. Confidence now beneficial as a conviction early to be adjusted to be a renewed and occurring continued respectively. This theory also considers the force the confidence of an anchor and predict that the person who have more anchor may be cut by negatives information than the person who have small anchor.

Benefit of Information

Financial information beneficial shall possess the qualities relevant and reliable (Scott, 2009). Relevant show financial information must be able to make a difference in a decision. To be relevant, information must have predictive value, the feedback and timely. Reliable is the information reliable if free from error, deviation, and is presentation of an honest. That reliable, financial information have characteristic can be checked, presentation of honesty, and neutral. The required information investors not always available (Kahneman & Tversky, 1973). If available, any investor have the ability to mengabsorb the information different (Black, 1985). Investors attention limited not putting weight appropriate for possible over investment, replacement fixed assets obsolete or payment investment while. Hence they will overvalue against company that owns net asset operating high and vice versa, undervalue against company that owns net asset operating low.

Financial information as former investors confidence

The theory belief - adjustment explain the phenomena order effect that arises from an interaction between strategic information processing and characteristic of a duty that is one part of the heuristic bias (Bazerman, 1994). Specifically, model adjustment confidence predicted no influence the order of (no order effects) to evidence are consistent (a whole negative or whole positive) but the influence of his review happens when individual obtains evidence diverse (some negative and some positive). Strategic reference point theory is a theory of psychology who explained that in the environment complex decision maker tending to consider three the main factor for a decision making: the internal factor, external and dimension (past time, now, and the future).

In this study, the net asset operating regarded as a difference in the balance between all the assets and all the operation, a measure that could lead to optimism investors. Investors will overvalue of the company which having a net operating assets that are high and undervalue of the company which having low net operating assets. A company with a net operating assets will tend to owns an investment high cumulative the past which high. If more cash investment owned, so they will be external funding. In testing Mishkin, the net

asset additional operating to predict return in the future because misperception investors about operating of ability net asset and other variables to predict earnings in the future. Size of the company is the market value of the common stock, measured in terms of the closing price at the end of times with the number of shares outstanding, while book to market is divided the book value of common stock with a market value of common shares. Abnormal return used as a measure based characteristics in order to control return correlate with the size of and book to market. Eps growth and cash flows can be information on the condition of good business prospect companies in the future. The average earnings is higher for companies with high NOA showing up or decline provided. Hirshleifer research in 2004 show that investors tending to undervalue when financial reports show cash value added

Preview Research

Ferris et al (1990) show users who have no knowledge of the benefits of financial information at risk. Study different produced Beaver et al. (1970), Lee (1999), dan Koonce et. al (2004), users who is very confident companies experienced financial hardship, illiquid, financial condition worrying so that have perception risky. Users control unsystematic risk to diversify shares of variety of companies, industry, and composition. Users take an attitude toward the risk based on a preference against a risk, namely risk averter, risk seeker, or risk neutral.

Risk perception reflects the view about potential loss on items the company financial reports and risky (Koonce et al., 2004). Risk perception show the condition worrying from the performance and prospects bad company. So, user to perform performance evaluation stock. When the the performance of shares is bad will be sold and revised with a stake performance still good. As a result intention in an election stock high (Chen dan Steiner, 1990; Gibson et al, 1997). The results of a study different indicated Hsu and Chiu (2004) that the user unwanted not attentive to consequence in intention to act.

Chen and hsu (2005) prove information company news advice contributed higher than information financial statements in changing belief and action investors. Users act naive financial report because it was not able to analyze financial information to be useful in the decision-making. Eipstein (1975), Easton and Zmijewski (1989), Beaver (1989), Barberis and Thaler (2003), Stuerke (2005), serta Scott (2009) shows that investors is very confident beginning about shares of the company who wrote it. With new information published will help in change confidence early that has been set about hope earning desired and make selection as normative accepted. Users get and process correct information. Change confidence diproksikan from its price swings and volume stock trading. The results information profitable because encourage investors are changing beliefs and actions.

Baker Wurgler in 2007 used the investor sentiment in see how psychological factors investors can make bias so as to affect the decision taken .This is reflected in one of which is through return individual and return stock market that formed. Sentiment investors it can result from capitalization shares low, a company that less profitable, fluctuations the higher prices, the absence of payment dividend, and companies that experienced financial distress. Chan & Chen (1991) and Fama & French (1992) shows that the anomaly markets namely the return higher to share small value and company shares relatively experienced distress. This tested back by Aggarwal (2008) indicating that risk premium relating to assets held company and the company capitalization. Investors will be underreaction against a risk going out of business so that stock of a corporation will experience negative premium risk. If the market underreaction against a risk going out of business, the company distress will have return low in the beginning of the year. Low return will be continued into the future and companies that experienced financial distress will continue to experience negative premium risk.

Hypothesis

Chen and hsu (2005) shows information company news and advice makes a contribution is higher than its financial statement is in change belief and investor action, as well as stated that the ministry of religious affairs relevant is more important than reliability. Based on the theoretical and empirical results , arranged hypothesis as follows

H1 : Company information influences investors belief

Scott (2009) and Beaver (1989) shows that financial information have the womb information help in the formation of investors in the buying or selling of stocks is supposed to do. Scott (2009) give predictions investors began to withdraw their behavior in responding to things in the financial report information : (1) Investors is very confident about return and risk stock issuers expected. It is grounded in the information available on the market , which includes the market price till just before current net income company published. But, the confidence is not the same because different in putting information and the ability interpretation of information. (2) After publishing net income years running, investors will become more know by analyzing the income. If net income higher than expected, shall be good news. Other investors have hope high of how supposed to net income now , the interpretation of the net income which is the same as bad news. Baker Wurgler in 2007 used the investor sentiment in see how psychological factors investors can make bias so as to affect the decision taken .This is reflected in one of which is through return individual and return stock market that formed. Based on the theoretical and empirical results , arranged hypothesis as follows:

H2 : Investors tend to react favorably to company information when they received information a finance company that indicates good news.

METHOD

Population in this research is financial data all employers who included in the manufacturing industries which classified in the Indonesian Capital Markets Directory. Research undertaken by using a method of purposive the sampling method of for the purpose of obtaining representative sample in accordance set criteria.

The criteria used for an election sample is: 1) sample is companies including in manufacturing years 2008-2017 and publish a financial report has audit. Sampling derived from one industry aims to avoid any influence the difference industry. 2) sample is companies that meet the criteria as the representative of group of the company reported operating profit positive and group of the company reported operating profit negative.

Data Analysis

The first step is to discriminate detection of financial information company that experienced positive and negative profit profit .An instrument the analysis used is binary logistic regression .Next based on an indicator obtained so gonna prove that forms of financial information which investors is supposed to do. An instrument the analysis used is GLM multivariate and interaction effect.

RESULT AND FINDING

Processed data indicate that financial information can distinguish profit companies that obtain positive or negative is a net operating assets, earning per share growth, fixed assets turnover and decisions funding for assets.

Parameter Estimates

	Parameter	Estimate	Std. Error	Z	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
PROBIT ^a	Dnoa	.484	.229	2.111	.035	.035	.934
	Cap	.047	.072	.654	.513	-.095	.189
	Pbv	.014	.019	.736	.462	-.023	.051
	Geps	.036	.014	2.513	.012	.008	.063
	Fato	.162	.050	3.221	.001	.063	.261
	Dar	-1.419	.270	-5.261	.000	-1.948	-.890
	Gebit	.000	.009	-.016	.987	-.018	.018
	Dpr	.714	.679	1.051	.293	-.617	2.046
	beta	-.004	.041	-.099	.921	-.085	.077
	Intercept	.692	1.055	.656	.512	-.363	1.746

a. PROBIT model: $\text{PROBIT}(p) = \text{Intercept} + \text{BX}$

Peason goodnes of fit shows that model fit with the data.The results of statistics show value sig = 0,984 namely was sitting on 0.05.

Chi-Square Tests

	Chi-Square	df ^a	Sig.
PROBIT Pearson Goodness-of-Fit Test	321.694	378	.984

a. Statistics based on individual cases differ from statistics based on aggregated cases.

Processing the data showing there is a real difference between group.The results of research suggests that there are differences real with a operating asset, caused growth, and financing asset between the company which has profit positive and negative, and this difference also react different by investors. In other words a net operating assets, growth of eps , and financing of assets give different investors confidence. However fixed assets turnover only the results of tried with pillai's trace of the course who gives evidence there was a gap in belief investors whereas the one at high the remaining portfolios were not testing .

Multivariate Tests^a

Effect		Value	F	Hypothesis df	Error df	Sig.
Intercept	Pillai's Trace	.449	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Wilks' Lambda	.551	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Hotelling's Trace	.815	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Roy's Largest Root	.815	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
Dnoa	Pillai's Trace	.091	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Wilks' Lambda	.909	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Hotelling's Trace	.100	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Roy's Largest Root	.100	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
Geps	Pillai's Trace	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Wilks' Lambda	.994	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Hotelling's Trace	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Roy's Largest Root	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
Fato	Pillai's Trace	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Wilks' Lambda	.998	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Hotelling's Trace	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Roy's Largest Root	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
Dar	Pillai's Trace	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Wilks' Lambda	.987	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Hotelling's Trace	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Roy's Largest Root	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003

a. Design: Intercept + dnoa + geps + fato + dar

b. Exact statistic

The testing for each variable proves that there are differences net operating assets , eps growth , and financing assets to companies that have a positive and negative .It is also distinguish investors belief .While the two fixed asset unable to distinguish a company that had a positive and negative and does not distinguish between investors belief .

Tests of Between-Subjects Effects

Source	Dependent Variable	Type III Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	Dpat	14.721 ^a	4	3.680	28.348	.000
	Dcaar	2.420 ^b	4	.605	2.480	.043
Intercept	Dpat	85.999	1	85.999	662.449	.000
	Dcaar	23.606	1	23.606	96.778	.000
Dnoa	Dpat	10.822	1	10.822	83.359	.000
	Dcaar	2.164	1	2.164	8.871	.003
Geps	Dpat	.733	1	.733	5.650	.018
	Dcaar	.000	1	.000	.001	.978
Fato	Dpat	.122	1	.122	.939	.333
	Dcaar	.125	1	.125	.514	.474
Dar	Dpat	1.480	1	1.480	11.398	.001
	Dcaar	.001	1	.001	.006	.939
Error	Dpat	116.189	895	.130		
	Dcaar	218.309	895	.244		
Total	Dpat	741.000	900			
	Dcaar	388.000	900			
Corrected Total	Dpat	130.910	899			
	Dcaar	220.729	899			

a. R Squared = .112 (Adjusted R Squared = .108)

b. R Squared = .011 (Adjusted R Squared = .007)

The result of this research supports the theory of signaling that financial information can be a signal the possibility of profit in the company into the future so as to affect investors believe .The result of this research does not support a theory of the structure capital with the approach modigliani-miller .This approach said that the total value of companies did not affected by capital structure company , but influenced by investment company did and the ability company to generate profit. (Sudana, 2015).

The result of this research also supports the theory of prospect .Based on the theory, people have a tendency irrational to be more reluctant to risked advantage of at a disadvantage. When a person in a position good thing and the the width to avoid the risk, and if a person in a position losers so the person tending to would dare tackle risk. In reality, the stock market there were many influenced by psychology the market or animal spirit that follows the rules of who do not logical (Samsul, 2006).

A component of a company product the manufacturing sector 30 until 40 percent of which is so that imports from the east asian strengthen due to the weakening spread between the rupiah and strengthen due to the weakening of the rupiah exchange rate and a half thousand dollars the dollar affect the cost the promotion of production and the operations of the firm .Over the period of the dollar downturn is in the research to depreciate who could be classified as mild. The stability of the rupiah exchange rate against the dollar making firm manufacturing sector capable of producing a growth of sales impact in improving company performance. Improving the performance of the company in generating sales will attract investors to invest. This shows that signal good news andanya abnormal return increased.

CONCLUSIONS AND ADVICE

Conclusion

The results of research suggests that financial information (companies that obtain profit positive or negative) is net operating asset, growth earning per share, fixed assets turnover and decisions funding for asset. The results of the study also prove that there are differences net operating asset, caused growth, and financing asset to companies that experienced profit positive and negative. It is also distinguish investors belief. While to gyrations fixed asset unable to distinguish company that experienced profit positive and negative and does not distinguish between investors belief. This is a reflection of company information had a significant effect on believe investors. Investors tend to give a reaction when it receives company on information containing bad news .

Advice

Companies need to continue to improve the reputation of business so that public trust can be formed through investment interest in the capital market .Not enough the achievement of profit and calm but a concrete manifestation the sustainability of business through a network of terintegreasi necessary so the community can be sure to buy company shares and of course and increased interest community investment through the money market .By because it also is the efforts are required and government regulation in protecting the assets of society who are expected to invest through the money market

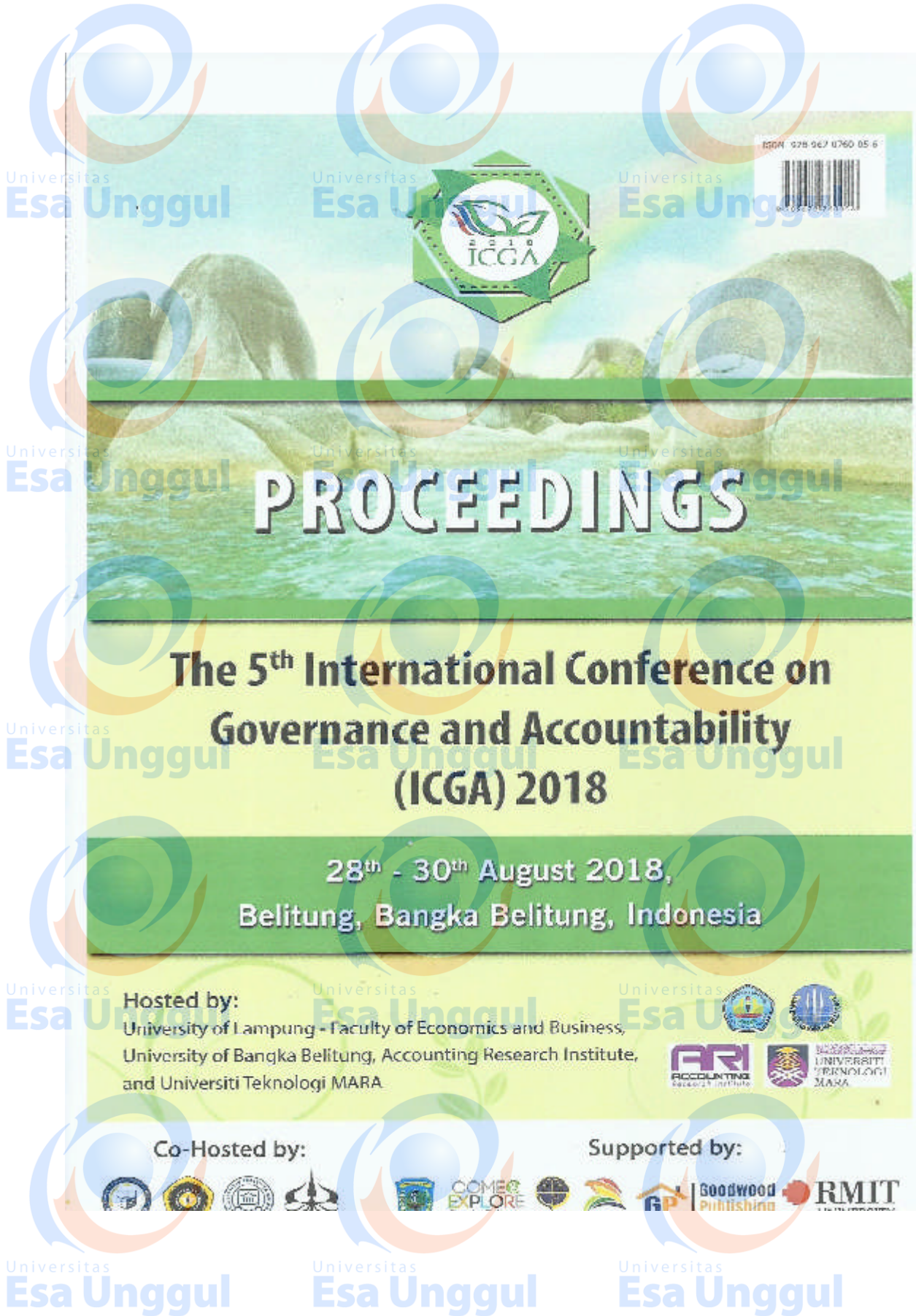


REFERENCES

- Ajzen, Icek, 1988. The Theory of Planned Behavior, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50 (2).
- Ball, R., Kothari, S., 1991. Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review* 66, 718-738.
- Barberis, Nicholas, and Thaler, Richard, 2003, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science.
- Barth, M., Beaver, W., Landsman, W., 1998. Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics* 25, 1-34.
- Beaver, W.H., 1989. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Second Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.
- Beaver, W.H., Kettler, P., and Scholes, M., 1970. The Association between market determined and accounting determined risk measures, *The Accounting Review*, Vol. 6, pp. 654 - 682.
- Bradshaw, M., Richardson, S., Sloan, R., 2000. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Bruns, William J. Jr., 1968. Accounting Information and Decision Making: Some Behavioral Hypotheses, *The Accounting Review*, July, pp. 469-480.
- Charness, Gary, Gneezy, 2003. Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 51, June, pp. 161
- Chen, Carl R and Steiner, Thomas L. 1990. Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*. Vol 34, pp. 119-136
- Chen, S., and Hsu, K. 2005. Perceived usefulness of annual reports and other information, Paper presented in the Research Forum Session at the annual meeting of the American Accounting Association, San Francisco.
- Chow, Wing S., Lai Sheung Chan, 2008, Social Network, Social Trust and Shared Goals in Organizational Knowledge Sharing, *Information & Management*, Volume 45, Issue 7, November 2008, Pages 458-465, Elsevier.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Teoh, S., 2002. Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications. *Journal of Monetary Economics-Carnegie/Rochester Conference on Public Policy* 49, 39-209.

- DeBondt, W., Thaler, R., 1985. Does The Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40, 793-805.
- Easton, P.D., and M.E. Zmijewski, 1989. Cross Sectional Variation In The Stock-Market Response to Accounting Earnings Announcement, *Journal of Accounting and Economics*, July, pp 117-141.
- Epstein, M.J. 1975. The Usefulness of Annual Reports to Corporate Shareholders. Los Angeles Bureau of Business and Economic Research, California State University.
- Fama, E., French, K., 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, E., MacBeth, J., 1973. Risk, return and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy* 81, 607-636
- Ferris, K. R., Hiramatsu, K., and Kimoto, K., 1990. Accounting Information and Investment Risk Perception in Japan, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1 (3), pp. 232 - 243.
- Fishbein, Martin, and Ajzen, Icek, 1975. *Belief, Attitude, Intention, and Behavior: An Introduction to Theory and Research*, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Hailu, Getu, Ellen W. Goddard, and Scott R. Jeffrey, 2004. Do Decision Makers Debt-risk Attitudes Affect the Agency Costs of Debt?, Annual meeting of the Canadian Agricultural Economics Society, Halifax, June,
- Hirshleifer, D., Teoh, S., 2003. Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 35, 337-386.
- Hogart, R., and H., Einhorn, 1992. OrDAR Effect in Belief Updating: The Belief-adjustment model, *Cognitive Psychology*, 24(1), pp 1-55.
- Hsu, Meng-Hsiang, and Chao-Min Chiu, 2004. Predicting Electronic Service Continuance With a Decomposed Theory of Planned Behaviour, *Behaviour & Information Technology*, 23(5): 359-373.
- Jegadeesh, N., 1990. Evidence of predictable behavior of security returns. *Journal of Finance* 45, 881-898.
- Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 48, 65-91.
- Jones, C.P, 1996. *Investments Analysis and Managements*, New York: John Wiley & Sons, Inc., 8th Edition.
- Koonce, Lisa, and Mercer, Molly, 2004, Using Psychology Theories in Archival Financial Accounting Research, *Journal of Accounting Literature*, pp 175-190.

- Kothari, S., 2001. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231.
- Kothari, S., Sabino, J., Zach, T., 2005. Implications of data restrictions on performance measurement and tests of rational pricing. *Journal of Accounting and Economics* 438, this issue.
- Nagy Robert A. dan Obenberger Robert W, 1994, "Factors Influencing Individual Investor Behavior," *Financial Analysts Journal*, pp. 63-68
- Nofsinger, John R., 2005, *The Psychology of Investing*, Pearson Education, Second Ed., NJ: Upper Saddle River.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., 2003. Information in Accruals About The Quality of Earnings. Working paper, University of Michigan.
- Ritter Jay. R, "Behavioral Finance," *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11, No 4, (September 2003), pp. 429-437
- Scott, William R., 2009. *Financial Accounting Theory*, 5rd ed, Toronto:Pearson Education Canada Inc.
- See J. Von Neumann dan O. Morgenstern, 1947, "Theory of Games and Economic Behavior", Princeton: Princeton University Press
- Sloan, R., 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
- Stuerke, Pamela S., 2005, Financial Analysts As Users of Accounting Information: Evidence about Forecast Revision Activity After Earnings Announcements, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 1 (1), pp. 8-24.
- Teoh, S., Wong, T., 2002. Why new issue and high-accrual firms underperform: the role of analysts' credulity. *Review of Financial Studies* 15, 869-900.
- Thomas, J., Zhang, H., 2002. Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies* 7, 163-187.
- Zhang, Y., 2004. Net operating assets As Predictor of Future Stock Returns: An Industry Analysis. Working paper, The Ohio State University.



ISBN 978-967-0760-05-6



PROCEEDINGS

The 5th International Conference on Governance and Accountability (ICGA) 2018

28th - 30th August 2018,
Belitung, Bangka Belitung, Indonesia

Hosted by:
University of Lampung - Faculty of Economics and Business,
University of Bangka Belitung, Accounting Research Institute,
and Universiti Teknologi MARA



Co-Hosted by:



Supported by:





DOES CEO OVERCONFIDENCE, AUDIT FIRM SIZE AND R&D EARNINGS MANAGEMENT INFLUENCE TO THE AUDIT OPINION?.....	12
CORPORATE GOVERNANCE AND SUSTAINABILITY REPORT: AN INDONESIAN PERSPECTIVES.....	13
THE IMPACT OF EMPLOYEE ENGAGEMENT ON LEARNING ORGANIZATION; IN THE PERSPECTIVE OF SENIOR LECTURERS IN INDONESIA.....	14
THE IMPACT OF INDONESIA GAAP CONVERGENCE TO INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS (IFRS) AND THE GENDER OF COMPANY CFO TO ACCOUNTING CONSERVATISM.....	15
CONSUMER PREFERENCES MODEL IN OFFLINE AND ONLINE SHOPPING BEHAVIOR ON RETAIL BUSINESS.....	16
THE IMPACT OF FIRM CHARACTERISTIC TOWARDS CAPITAL STRUCTURE IN INDONESIA.....	17
CAN REFLECTION STRENGTHEN THE RELATIONSHIP BETWEEN LOCAL GOVERNMENT SPENDING AND FINANCIAL PERFORMANCE?.....	18
IS CONCENTRATED OWNERSHIP MODERATING THE DIVIDEND AND EARNINGS QUALITY?.....	19
THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE TO THE CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY DISCLOSURES IN THE INDONESIAN BANKING COMPANIES.....	20
COMPANY RISK, SIZE, FISCAL LOSS COMPENSATION, AND TAX AVOIDANCE: EVIDENCE FROM INDONESIAN ISLAMIC COMPANIES.....	21
MODEL OF INTELLECTUAL INTELLIGENCE, EMOTIONAL INTELLIGENCE AND SPIRITUAL INTELLIGENCE ON EMPLOYEE PERFORMANCE.....	22
CAN DISCRETIONARY SPENDING INCREASE THE PROBABILITY OF INCUMBENT TO BE RE-ELECTED?.....	23
LOCUS OF CONTROL, GENDER, AND PROFESSIONAL JUDGMENT.....	24
BULLS AND BEARS AND BANKRUPTCY- AN EARLY WARNING OF DISTRESS.....	25
FINANCIAL PERFORMANCE INFORMATION AS FORMING CORPORATE FAILURE MODEL IN INDONESIA.....	26
THE EFFECT OF BOARD CHARACTERISTICS ON INTERNET FINANCIAL REPORTING: A META ANALYSIS STUDY.....	27
BOARD CHARACTERISTICS, ENVIRONMENTAL SOCIAL GOVERNANCE DISCLOSURE AND CORPORATE PERFORMANCE: EVIDENCE FROM INDONESIA PUBLIC LISTED COMPANIES.....	28



CERTIFICATE

This is to certify


Universitas Eka Bertuah
Esa Unggul as
The Presenter

Universitas
Esa Unggul

at
The 2018 International Conference on Governance and Accountability (ICGA)
August 29th - 30th, 2018
Belitung, Bangka Belitung, Indonesia


Prof. Dr. Satria Bangsawan
Dean
Faculty of Economics and Business
University of Lampung


Dr. Reniati
Dean
Faculty of Economics
University of Bangka Belitung


Prof. Dr. Faizah Darus
Dean
Faculty of Accountancy
Head
Asia-Pacific Centre for Sustainability (APCeS)
Universiti Teknologi MARA (UITM)

Hosted by:



Co-Hosted by:



Supported by:



Sertifikat

Diberikan Kepada

Eka Bertuah

Sebagai


PESERTA

Pada

"WORKSHOP PENULISAN ARTIKEL ILMIAH PADA JOURNAL BEREPUTASI"

Palembang, 8 Nopember 2018

Ketua FMI Pusat,


Sri Gunawan, DBA

Ketua FMI Korwil SumSel,


W. Gunarto, S.Si, M.Si

Ketua Panitia,


Dr. Sunda Ariana, M.Pd., MM.

Co-Host :



Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Sertifikat

Diberikan Kepada

Eka Bertuah

Sebagai

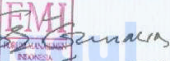
PESERTA

Pada

**"PENGABDIAN KEPADA MASYARAKAT KOTA PALEMBANG
FORUM MANAJEMEN INDONESIA KE-10"**

Palembang, 8 Nopember 2018

Ketua FMI Pusat,


Sri Gunawan, DBA

Ketua FMI Korwil SdmSel,


Dr. Nuj Gunarto, S.Si, M.Si

Ketua Panitia,


Dr. Sunda Ariana, M.Pd., MM.

Co-Host :



Universitas Bina Darma



MANAJEMEN INVESTASI

**KAJIAN HASIL UJI ASSYMETRY
INFORMATION BASED ON THEORY &
EMPIRICAL TERHADAP FINANCIAL
INFORMATION**

BUKU AJAR MANAJEMEN INVESTASI pada Fakultas
Ekonomi & Bisnis Universitas Esa Unggul Jakarta

Disusun Oleh: Eka Bertuah

2018

BAB I LAPORAN KEUANGAN SEBAGAI FINANCIAL PERFORMANCE INFORMATION

a. Arti Penting Financial Performance Information

Laporan Keuangan perusahaan mencerminkan kondisi keuangan dan hasil operasi perusahaan. Informasi tentang kondisi keuangan dan hasil operasi perusahaan sangat berguna bagi berbagai pihak, baik pihak yang ada didalam (internal) perusahaan maupun pihak yang berada diluar (eksternal) perusahaan. Oleh karena itu laporan keuangan dapat dipakai sebagai alat untuk berkomunikasi dengan para *stakeholder*, sehingga laporan keuangan sering disebut sebagai *language of business*.

Analisis rasio keuangan merupakan dasar untuk menilai dan menganalisa prestasi operasi perusahaan. Disamping itu, analisa rasio keuangan juga dapat dipergunakan sebagai kerangka kerja perencanaan dan pengendalian keuangan perusahaan.

Setiap orang akan mempergunakan rasio keuangan dengan cara yang berbeda:

- a. Bagi manajemen perusahaan, rasio keuangan dipergunakan untuk perencanaan dan mengevaluasi performance (prestasi) manajemen dikaitkan dengan prestasi industri.
- b. Bagi manajer kredit, rasio ini dipergunakan untuk memperkirakan resiko potensial yang dihadapi oleh para peminjam (debitur) dikaitkan dengan adanya jaminan kelangsungan pembayaran tingkat keuntungan yang diminta.
- c. Para investor akan mempergunakan rasio keuangan ini sebagai alat untuk mengevaluasi nilai saham dan obligasi berbagai perusahaan. Selain itu juga dapat dipergunakan untuk mengukur adanya jaminan atas keamanan dana yang akan ditanamkan dalam perusahaan.
- d. Manajer perusahaan, menggunakan analisa rasio keuangan untuk mengidentifikasi kemungkinan melakukan merger dengan perusahaan lain.

Terdapat beberapa cara yang dapat digunakan dalam menganalisa keadaan keuangan perusahaan, tetapi analisa dengan menggunakan rasio merupakan hal

yang sangat umum dilakukan, dimana hasilnya akan memberikan pengukuran relative dari operasi perusahaan.

Data pokok sebagai input dalam analisa rasio ini adalah laporan laba rugi dan neraca perusahaan. Dengan kedua laporan ini akan dapat ditentukan sejumlah rasio dan selanjutnya rasio ini dapat digunakan untuk menilai beberapa aspek tertentu dari operasi perusahaan.

B. Metode Perbandingan Rasio Keuangan Perusahaan

Ada dua cara dalam membandingkan rasio keuangan perusahaan:

1. Cross-Sectional Analysis:

Membandingkan rasio keuangan perusahaan satu dengan lainnya yang sejenis (yang dianggap pesaing atau benchmark dalam industrinya) pada saat yang sama. Atau dapat juga dengan membandingkan rasio keuangan perusahaan dengan rata-rata industri.

2. Time Series Analysis:

Membandingkan rasio keuangan dari satu periode ke periode lainnya.

Hal-hal yang perlu diperhatikan dalam penggunaan rasio keuangan:

1. Sebuah rasio saja tidak dapat digunakan untuk menilai keseluruhan operasi perusahaan yang telah dilaksanakan. Untuk menilai keadaan suatu perusahaan secara keseluruhan, sejumlah rasio harus dinilai secara bersama-sama. Jika hanya satu aspek yang dinilai, maka dapat digunakan satu atau beberapa rasio.
2. Perbandingan yang dilakukan adalah dari perusahaan sejenis dan pada saat yang sama.
3. Sebaiknya perhitungan rasio keuangan didasarkan laporan keuangan yang sudah di audit.
4. Sangat penting diperhatikan bahwa pelaporan yang digunakan haruslah sama.

C. Rasio Keuangan Perusahaan

Rasio keuangan dapat dikelompokkan atas:

1. Rasio likuiditas (*Liquidity Ratio*) mengutamakan pengukuran

-
2. Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*) atas resiko usaha dan memberi
 3. Rasio Hutang (*Leverage Ratio*) informasi laju perusahaan
Dalam Jangka pendek
 4. Rasio Profitabilitas (*Profitability Ratio*) mengukur tingkat pengembalian (*return*)

Rasio Likuiditas (*Liquidity Ratio*)

Rasio Likuiditas merupakan indikator mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban finansial jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia. Likuiditas tidak hanya berkenaan dengan keadaan keseluruhan keuangan perusahaan, tetapi juga berkaitan dengan kemampuannya untuk mengubah aktiva lancar tertentu menjadi uang kas.

Rasio Aktivitas (*Activity Ratio*)

Rasio Aktivitas mengukur seberapa efektif perusahaan memanfaatkan semua sumber daya (*resources*) yang ada pada pendendaliannya. Semua rasio aktivitas ini melibatkan perbandingan antara tingkat penjualan dan investasi pada berbagai jenis aktiva. Rasio-rasio aktivitas ini menganggap bahwa sebaiknya terdapat suatu keseimbangan yang layak antara penjualan dengan berbagai unsur aktiva.

Rasio Leverage (*Leverage Ratio*)

Rasio Leverage mengukur perbandingan antara dana yang disediakan oleh pemilik perusahaan dengan dana yang berasal dari kreditor perusahaan mengandung berbagai implikasi. *Pertama*, para kreditor akan melihat modal sendiri perusahaan, atau dana yang disediakan pemilik untuk menentukan besarnya margin pengaman (*margin of safety*). Jika pemilik hanya menyediakan sebagian kecil dari keseluruhan pembiayaan, maka resiko perusahaan ditanggung terutama oleh kreditor. *Kedua*, dengan mencari dana yang berasal dari hutang, pemilik memperoleh laba yang lebih besar dari dana yang dipinjam daripada yang harus dibayar sebagai bunga, maka hasil pengembalian (*return*) kepada pemilik akan meningkat. Sebagai contoh, jika hasil pengembalian atas aktiva adalah 10 persen dan hutang hanya menelan

biaya 8 persen, maka terdapat selisih 2 persen yang menjadi hak para pemegang saham. Akan tetapi leverage bisa bergeser ke dua arah. Misalnya jika hasil pengembalian atas aktiva jatuh menjadi 3 persen, maka selisih antara angka tersebut dengan biaya hutang harus ditutup dari bagian laba yang diperoleh dari modal sendiri. Pada kasus pertama dimana aktiva memberikan pengembalian hasil lebih daripada biaya hutang, maka leverage lebih menguntungkan, sedang pada kasus kedua leverage akan merugikan. Perusahaan dengan leverage yang rendah memiliki resiko rugi yang lebih kecil jika kondisi ekonomi sedang menurun, tetapi juga memiliki hasil pengembalian yang lebih rendah jika kondisi ekonomi membaik. Sebaliknya, perusahaan dengan rasio leverage yang tinggi mengemban resiko rugi yang besar, tetapi juga memiliki kesempatan untuk memperoleh laba yang tinggi. Prospek hasil pengembalian yang tinggi memang diinginkan, tetapi para investor umumnya menolak untuk menerima resiko. Keputusan untuk menggunakan leverage oleh karenanya harus menyeimbangkan hasil pengembalian yang lebih tinggi terhadap peningkatan resiko. Dalam prakteknya ada dua cara pendekatan leverage. Pendekatan pertama, memeriksa rasio-rasio neraca dan menentukan sejauh mana dana yang dipinjam digunakan untuk membiayai perusahaan. Pendekatan kedua, mengukur resiko-resiko hutang dengan menggunakan rasio perhitungan laba-rugi yang dirancang untuk menentukan berapa kali beban tetap perusahaan bisa tertutup oleh laba operasi perusahaan. Kedua pendekatan tersebut sebenarnya saling melengkapi dan para analis biasanya menilai keduanya.

D. Pendekatan Terpadu terhadap Analisis Rasio: Analisis DuPont

Pendekatan lain yang sering digunakan untuk mengevaluasi profitabilitas dan tingkat pengembalian ekuitas disebut dengan Analisis DuPont

$$\text{Return On Assets} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

$$= \text{Net Profit Margin} \times \text{Total Assets Turnover}$$

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Total Equity}}$$

$$\text{Return On Equity} = \text{Return On Assets} \times \text{Equity Multiplier}$$

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Total Aktiva}} \times \frac{\text{Total Aktiva}}{\text{Equity}}$$

Penggunaan Analisis DuPont memungkinkan manajemen melihat dengan jelas faktor pemicu tingkat pengembalian ekuitas serta hubungan antara Net Profit Margin, Total Assets Turnover dan Debt Ratio. Manajemen dipandu dalam menentukan efektivitas pengelolaan sumber daya perusahaan untuk memaksimalkan tingkat pengembalian investasi pemilik perusahaan.

Dengan demikian maka peningkatan tingkat pengembalian dapat diperoleh dengan 4 cara :

1. Meningkatkan penjualan tanpa peningkatan beban dan biaya secara proporsional.
2. Mengurangi harga pokok penjualan atau beban operasi perusahaan.
3. Meningkatkan penjualan secara relatif atas dasar nilai aktiva, baik dengan meningkatkan penjualan atau mengurangi jumlah investasi pada aktiva perusahaan.
4. Meningkatkan penggunaan hutang relatif terhadap ekuitas, sampai titik yang tidak membahayakan kesejahteraan keuangan perusahaan.

E. Keterbatasan Analisis Rasio

Beberapa kelemahan penting yang dapat ditemukan dalam menghitung dan menginterpretasikan rasio keuangan:

1. Sulit untuk mengidentifikasi kategori industri dimana perusahaan berada jika perusahaan beroperasi dengan beberapa bidang usaha.
2. Kebanyakan perusahaan ingin lebih baik dibandingkan rata-rata industri sehingga bila hanya mencapai kinerja rata-rata tidaklah terlalu baik.

-
3. Inflasi dapat memberikan distorsi yang buruk pada neraca perusahaan, nilai yang dicatat seringkali berbeda dengan nilai sebenarnya.
 4. Sulit menyamaratakan apakah suatu rasio baik atau buruk.
 5. Rata-rata industri mungkin tidak memberikan target rasio yang diinginkan.
 6. Banyak perusahaan mengalami situasi musiman dalam kegiatan operasionalnya.



BAB II

PRICE MOMENTUM DALAM MENENTUKAN STRATEGI INVESTASI

A. Arti Penting Strategi dan Momentum Dalam Berinvestasi.

Investor membutuhkan strategi dan *momentum* yang tepat ketika memilih saham agar dapat menghasilkan *return* yang tinggi. *Momentum* menunjukkan kecenderungan saham yang memiliki *performance* yang baik maka dimasa mendatang akan terus berlanjut baik, begitu pula sebaliknya jika saham memiliki *performance* buruk maka dimasa mendatang juga akan berlanjut buruk (Jones, 2004). Fenomena anomali *momentum* menimbulkan sebuah teka-teki yang menentang efisiensi pasar bentuk lemah. Terdapat tiga penjelasan mengenai terjadinya *return* yang *abnormal* tersebut. Pertama, *abnormal return* terjadi karena data mining. Kedua, menyatakan bahwa *abnormal return* merupakan kompensasi yang wajar untuk resiko dan atau biaya transaksi (Berk et al., 1999; Griffin dan Lemmon, 2002; Griffin dan Martin, 2003; Aggarwal dan Taffler, 2005). Penjelasan ketiga didasarkan pada psikologi investor dalam menanggapi informasi yang ada di pasar dan keyakinan bahwa pasar tidak efisien sehingga terjadi *overreaction* atau *underreaction* (Jagadeh dan Titman, 1993; Barberis et al., 1998; Hong dan Stein, 1999).

Kondisi pasar yang menggairahkan atau lesu juga mempengaruhi *price momentum*. Situasi ekonomi menjadi reward untuk resiko harga dari *price momentum*. Pengaruh pasar yang berbeda pada saat *bullish* atau *bearish* dalam *market pricing* mengakibatkan tingginya resiko kegagalan dan akhirnya menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Premium resiko kebangkrutan berubah-ubah sesuai dengan situasi ekonomi. Perusahaan yang *distress* seharusnya lebih sensitif terhadap kondisi ekonomi karena *return* mereka dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi, seperti masalah likuiditas, kredit dan kualitas. Jaganathan dan Wang (1996) serta Ang dan Chen (2002) memperlihatkan bahwa faktor resiko tidaklah stasioner tetapi berubah-ubah sepanjang waktu. Fabozzi dan Francis, Bhardwaj dan Brooks menyatakan bahwa resiko sistematis (beta) saham sebagai komponen penting untuk mengestimasi *return* suatu saham tidaklah stasioner dari waktu ke waktu, sehingga perlu disesuaikan dengan kondisi pasar yang sedang terjadi. Penelitian Ang dan Chen (2002) menemukan bahwa korelasi antara *return* portofolio dan *return* pasar lebih

tinggi untuk saham berukuran kecil dan *Book to market* tinggi pada *down market* di dibandingkan ketika *up market*. Zang dan Petkova (2005) juga menemukan bahwa beta untuk saham berukuran kecil dan *Book to market* tinggi berubah-ubah secara positif dengan *expected risk premium*. Penelitian Bharwaj dan Brooks (1993), Ahmed Loxkwood (1998), Howton dan Peterson (1998), Fabozzi dan Francis(1997), Wiggins (1992), Vennet dan Crombez (1997), menunjukkan bukti empiris mengenai perbedaan signifikan mengenai resiko sistematis pada *bull market* dan *bear market*.

Secara psikologis, pemodal cenderung memilih saham-saham yang harganya rendah pada periode *bullish* dengan harapan pada kondisi ini harga-harga saham akan terus naik atau akan mengalami apresiasi. Pada pasar *bearish* (menurun) pemodal cenderung menjual sahamnya dalam jumlah sedikit karena mereka memiliki keyakinan bahwa harga-harga saham akan terus turun. Suatu kondisi pasar tertentu (*bullish* atau *bearish*) akan mempengaruhi langkah-langkah dan keputusan investasi. Dalam kondisi tersebut, harus ditemukan saham dengan rasio keuangan bagaimana yang akan memberikan peluang atau prospek untuk memperoleh *return* yang maksimal dengan tingkat resiko tertentu atau bagaimana saham akan memberikan resiko yang lebih kecil dengan tingkat *return* tertentu.

B. Efficient Market Hypothesis

Suatu bursa dikatakan efisien jika bursa tersebut dapat menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya minimal. Pasar modal yang efisien juga diartikan sebagai pasar yang berada dalam keadaan seimbang sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan keuntungan diatas tingkat keuntungan seimbang atau yang sering disebut *external efficiency*.

Terdapat tiga jenis pasar yang efisien, yaitu: (1) pasar efisien secara informasi (*informationally efficient market*), yaitu keseimbangan harga mencerminkan consensus bersama antara partisipan pasar tentang nilai deri aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia secara cepat dan akurat; (2) pasar efisien secara operasional (*operationally efficient market*) yaitu operasi pasar dapat dilakukan dengan cepat (*liquid*) dan biayanya murah; dan (3) pasar efisien secara keputusan (*decisionally efficient market*) adalah pasar yang

mencerminkan ketersediaan informasi dan investornya pandai untuk mengambil keputusan yang benar (kecanggihan pelaku pasar).

Market efficiency hypothesis pada dasarnya berkenaan dengan reaksi pasar (yang tercermin pada penyesuaian harga) terhadap munculnya informasi baru. Fama (1970) menyajikan tiga bentuk utama efisiensi pasar berdasarkan tiga bentuk informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dengan informasi *private*, yaitu:

1. *Weak-Form Efficiency* (Efisiensi lemah) adalah bahwa harga saham di pasar modal juga mencerminkan informasi pergerakan harga saham. Bentuk ini berkaitan dengan *random walk theory* yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Menurut teori ini, analisis teknikal yang berusaha memprediksi harga saham berdasarkan informasi harga historis adalah suatu kesia-siaan. Karakteristik *weak form* (Fama, 1965) adalah: (a) urutan perubahan harga independen satu sama lain dan (b) perubahan harga menyesuaikan dengan distribusi probabilitas
2. *Semi-Strong Form Efficiency* (Efisiensi Setengah Kuat) adalah bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk publik (*all publicity available information*).

Tidak ada investor yang dapat untung dengan hanya mengandalkan informasi yang tersedia untuk umum. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa:

- a. Informasi yang mempengaruhi hanya harga sekuritas perusahaan yang mempublikasikan, misalnya: pengumuman laba, pembagian dividend dan perubahan pergantian manajemen.
 - b. Informasi yang mempengaruhi harga sekuritas sejumlah perusahaan. Contoh: regulasi pemerintah.
 - c. Informasi yang mempengaruhi semua harga saham perusahaan *go public*. Contoh: regulasi yang mewajibkan semua perusahaan mencantumkan laporan arus kas.
3. *Strong-Form Efficiency* (Efisiensi Kuat) adalah bahwa harga saham sudah mencerminkan semua informasi tentang perusahaan, baik itu informasi yang dipublikasikan ataupun informasi yang tidak dipublikasikan (*private information*). Dengan demikian, percuma saja usaha investor yang

mempunyai informasi umum maupun informasi orang dalam untuk memprediksi harga saham.

Ketiga bentuk pasar efisien ini saling berhubungan. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini saling berhubungan. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini saling berhubungan. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Tingkatan kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya, yaitu pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien bentuk setengah kuat.

a. Market Model

Perhitungan *return* ekspektasi dg model pasar (*market model*) dilakukan 2 tahap:

- 1) Membentuk model ekspektasi dg menggunakan data realisasi selama periode estimasi;
- 2) Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Model ekspektasi dapat dibentuk dg menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dg Persamaan $R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$

Dimana R_{jt} = *return* realisasi sekuritas ke j pada periode estimasi ke t

a_j = intercept untuk sekuritas ke j

b_j = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke j

R_{mt} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke t

e_{jt} = kesalahan residu sekuritas ke j pada periode estimasi ke t

Disini slope dan intersep konstan dan umumnya jika waktu seriesnya lama.

b. Capital Asset Pricing Theory

Pada teori ini *risk free rate* atau *rate of return* pada *minimum variance* zero beta portofolio keduanya akan berubah sewaktu-waktu.

Model: $R_{jt} = R_{ft} + [R_{mt} - R_{ft}] \beta_j + e_{jt}$

Diasumsikan *systematic risk* tetap konstan untuk interval waktu pengujian.

c. Market Line

Model $R_{jt} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t}\beta_{jt} + e_{jt}$

Meskipun berkaitan dengan CAPM, tapi tidak memerlukan intersep yang sama dengan *risk free rate*. Meskipun kedua intersep, γ_{0t} dan slope γ_{1t} adalah estimasi linear terbaik yang diambil dari data *cross section* setiap waktu (biasanya setiap bulan). Keuntungannya adalah tidak ada parameter yang diasumsikan tetap setiap waktunya.

d. Multifactor Cross sectional Model

Model persamaannya adalah:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2j}(R_{LEt} - R_{SEt}) + \beta_{3j}(R_{HBTMt} - R_{LBTMt}) + e_{jt}$$

Pada persamaan diatas *return* dari sekuritas ke j pada waktu t adalah fungsi dari *excess return market* indeks over *risk free rate*. Perbedaan di *return* antara tinggi dan rendah *book to market* equity portofolio.

Keempat model menggunakan residual sebagai resiko dari *adjusted abnormal performance*. Namun hanya satu model yaitu yang kedua tepat sesuai dg teori dari *Sharpe-Lintner Capital Asset Pricing Model*.

C. Bullish/Bearish Market

Menurut Jones (1998), *bullish market* merupakan suatu kecenderungan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) baru mampu menembus nilai atas harga (indeks pasar) sebelumnya, ataupun jika ada penurunan harga, penurunan tersebut tidak sampai melewati batas harga (indeks) terbawah yang terjadi sebelumnya. Sebaliknya, *bearish market* diartikan sebagai kecenderungan pergerakan harga (indeks) baru gagal menembus batas tertinggi harga sebelumnya, atau jika terjadi penurunan harga (index) yang terjadi mampu menembus batas bawah harga (index) yang terjadi sebelumnya.

Model CAPM menjelaskan bahwa resiko sistematis dianggap relevan dan mempengaruhi besarnya *expected return* dari suatu asset (Arif dan Johnson, 1990; Jones, 1998). Resiko sistematis merupakan resiko yang tidak bisa dikurangi meskipun dengan perlu diversifikasi investasi pada berbagai asset.

Resiko ini terkait dengan pengaruh makro ekonomi maupun faktor politik yang sulit dikendalikan.

Kondisi pasar (*bullish* atau *bearish*) akan mempengaruhi beta (systematis risk) saham sebagai komponen penting untuk mengestimasi *return* suatu saham yang tidak selalu stasioner dari waktu ke waktu (Tandelilin, 2001). Oleh sebab itu diperlukan upaya penyesuaian terhadap kondisi pasar yang sedang terjadi. Perhitungan resiko sistematis secara terpisah pada kondisi *bullish* dan *bearish* perlu dilakukan untuk mengantisipasi perubahan kondisi pasar yang terjadi. Jika resiko sistematis suatu saham berubah maka *return* yang disyaratkan terhadap saham tersebut perlu disesuaikan (Vennet dan Crombes, 1997; Tandelilin, 2001). Penyesuaian juga perlu dilakukan agar keputusan investor tepat dan kerugian dapat dihindari. Tingginya *default risk* pada perusahaan yang kesulitan keuangan menyebabkan perlu melihat efek *market pricing* yang berbeda pada kondisi pasar *bullish* atau *bearish*. Kondisi pasar yang berbeda akan mengakibatkan perolehan *return* yang berbeda pula. Penelitian Aggrawal dan Taffer, 2005 menyatakan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan lebih berprospek pada periode tingkat pertumbuhan ekonomi tinggi.

D. *Price momentum*

Momentum dalam *return* saham menyatakan kecenderungan saham yang memiliki kinerja baik selanjutnya akan memiliki kinerja baik juga, sebaliknya apabila memiliki kinerja buruk selanjutnya juga akan tetap memiliki kinerja buruk (Jones, 2004). Gi Jagadesh dan Titman (1993) serta Markowitz dan Grinblat (1999) menyatakan bahwa strategi membeli past winning stock dan menjual past losing stock. Jagadesh dan Titman (1993) mengadakan penelitian yang pertama kali menguji efek *momentum* dan menunjukkan hasil bahwa strategi perdagangan membeli saham terjadi ketika nilai suatu saham naik selama 6-12 bulan dan menjual saham yang merugikan pada waktu tersebut ketika mendapatkan *abnormal return* yang superior.

Menurut Hong dan Lee (2003), terdapat dua penjelasan berbeda untuk menjelaskan efek *momentum*. Salah satu penjelasan menjelaskan bahwa saham dengan *momentum* tinggi yang cenderung menghasilkan *return* di masa depan yang tinggi. Hal ini disebabkan karena secara fundamental mereka lebih bersiko

sehingga mengharapkan *expected return* yang tinggi pula (Konrad dan Kaul, 1998, Moskowitz dan Grinblat, 1999). Penjelasan lain didasarkan pada teori keperilakuan yang memprediksi reaksi investor terhadap berita-berita fundamental.

Daniel, Hirshleifer, dan Subrahmanyam (1998) mengembangkan teori untuk memprediksi perbedaan profit *momentum* pada berbagai situasi pasar. Semenjak investor menahan sejumlah long equity *market* dan menaikkan harga pasar, investor menjadi *overconfidence* dan *overreaction* terhadap *up market* karena menghasilkan profit *momentum* jangka pendek yang tinggi.

E. Empirical Studies Efficient Market Hypothesis

Fama (1970, 1976) mendefinisikan 3 type dari pasar modal efisien berdasarkan tiga bentuk informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat.

Pasar efisien bentuk lemah (*weak form*), jika harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu (merupakan informasi yang sudah terjadi). Bentuk lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang berarti investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal. Pengujian secara statistik dilakukan dengan menguji independensi perubahan-perubahan harga sekuritas. Jika hasil pengujian menunjukkan independensi harga-harga, maka implikasinya adalah investor tidak dapat menggunakan nilai-nilai masa lalu dari variabel-variabel penduga (seperti harga, return, dividen yield ratio, price earnings ratio atau suku bunga). Untuk pasar efisien bentuk lemah, perubahan-perubahan harga sekuritas adalah independen terhadap nilai masa lalu variabel-variabel penduga. Pengujian statistik yang banyak digunakan adalah dengan menggunakan korelasi serial atau regresi linear dan pengujian *run (run test)*.

Pasar Efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form*), jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada dalam laporan-laporan keuangan emiten. Disini tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk

mendapatkan keuntungan tidak normal dalam waktu yang lama. Pengujian empiris efisiensi bentuk setengah kuat dilakukan dengan melihat seberapa cepat harga menyesuaikan terhadap informasi baru. Metodologi yang sering digunakan adalah *event study*. Dalam metode ini diidentifikasi suatu *event* tertentu seperti pengumuman laporan keuangan, pengumuman pembagian dividen, pengumuman merger dan dilihat pergerakan harga sahamnya disekitar tanggal *event* tersebut. Studi peristiwa mengamati Abnormal Return sekuritas (AR=kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal) yang mungkin terjadi disekitar tanggal pengumuman suatu peristiwa. Return normal= return yang diharapkan investor/return expectasi yang terjadi pada keadaan normal dimana tidak terjadi suatu peristiwa. Hasil keseluruhannya adalah return nyata yang merupakan return yang terjadi pada waktu ke t yang merupakan selisih harga sekarang relative terhadap harga sebelumnya. Brown dan Warner (1965) mengestimasi return ekpectasi menggunakan model estimasi *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted model*.

Pasar efisien bentuk kuat (*strong form*); pasar dikatakan efisien bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Disini tidak ada investor (individual/group) yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal karena mempunyai informasi privat. Pengujian efisiensi bentuk kuat dilakukan untuk menguji apakah seseorang mempunyai informasi pribadi yang bisa memperoleh keuntungan abnormal yang konsisten dengan memanfaatkan informasi tersebut.

Salah satu pendekatan yang biasa dilakukan adalah melihat *insider trading* secara tidak langsung dengan menggunakan proksi . Proksi yang dipergunakan adalah return yang diperoleh *corporate insider* dan *return* yang diperoleh portofolio reksadana. Alasannya adalah karena *corporate insider* dan reksadana dianggap mempunyai informasi privat dalam perdagangan sekuritas.

Insider trading adalah perdagangan sekuritas yang dilakukan oleh *corporate insider* yang merupakan pejabat perusahaan, manajemen dan direksi atau pemegang saham mayoritas yang mempunyai informasi privat. Pendekatan umum untuk menguji kegiatan *insider trading* adalah dengan membuat portofolio bulanan berdasarkan sekuritas-sekuritas yang diperdagangkan oleh *insider* tersebut. Jaffe (1974) menunjukkan bahwa membeli sekuritas yang banyak dibeli oleh *insider* dan menjual sekuritas yang banyak dijual oleh insider dapat

menghasilkan abnormal return yang tinggi ini menunjukkan insider tampaknya mempunyai informasi privat yang belum terefleksi di harga sekuritas.

Finnerty (1976) menggunakan data populasi semua kegiatan transaksi yang dilakukan oleh insider selama bulan Januari 1969 sampai dengan Desember 1972, jumlah sampelnya 30.000 transaksi oleh *insider*. Hasil penelitian menunjukkan ada AR baik untuk transaksi pembelian maupun penjualan sekuritas.

Reksadana (*mutual fund*) merupakan portofolio yang dibentuk oleh perusahaan Reksadana dan dijual kembali kepada masyarakat dalam bentuk unit penyertaan. Salah satu tujuan dari Reksadana adalah meminimumkan resiko tidak sistematik (dengan membentuk portofolio) dan menghasilkan *return* yang tinggi. Jika Reksadana dapat menghasilkan *return* yang tinggi yang tidak normal, hal ini bertentangan dengan hipotesis pasar efisien, jika ini memang terjadi, yaitu Reksadana mendapat AR yang berlebihan, kemungkinan Manajer Reksadana mendapatkan informasi privat yang tidak dipublikasikan. Sharpe (1966) dan Jensen (1968) meneliti kinerja Reksadana, hasilnya menunjukkan bahwa Reksadana tidak mendapatkan Abnormal Return yang berlebihan.

Givoly dan Palmon (1995) meneliti *insider trading* setelah pengumuman transaksi untuk melihatantisipasi direlasenya informasi perdagangan oleh *insider*. Hasilnya sangat mengejutkan tidak ada hubungannya antara *insider trading* dengan informasi baru yang muncul.



BAB III
KAJIAN PRICE MOMENTUM
DALAM KONDISI BULL DAN BEAR MARKET
DI BURSA EFEK INDONESIA*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel volume perdagangan dan kurs berpengaruh signifikan terhadap probabilitas terjadinya bullish market. Secara praktis, terdapat dua kelompok partisipan pasar yakni: partisipan rasional dan quasi rasional. Kalau partisipan quasi rasional mendominasi di dalam proses pengambilan keputusan pasar, keseimbangan pasar rasional tidak akan tercapai.

Contoh: kalau para analist berperilaku quasi-rasional terkait dengan insentif ekonomi atau perilaku non-ekonomis saat mereka memprediksi *earning*, maka hasil prediksi mereka akan menunjukkan pola yang sistematis; *overreaction*, *underreaction*, optimisme, atau pesimisme seperti yang banyak dijelaskan dalam literatur perilaku keuangan.

C. Pembentukan Model Price Momentum

$$P(BU) = \alpha_0 + \alpha_1 I_t + \alpha_2 \ln \text{size}_{t-1} + \alpha_3 \frac{P}{E}_{t-i} + \alpha_4 \ln(\text{volit}_{t-i}) + \alpha_5 \ln \text{Kurs}_{t-1}$$

Deri hasil olahan data ditunjukkan bahwa volume perdagangan dan kurs mempengaruhi price momentum.

Tabel 1: Pengujian Hubungan Market Information dengan Price Momentum dalam Kondisi Bullish dan Bearish.

Tests of Between-Subjects Effects

Dependent Variable: Imom

Source	Type III Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	Partial Eta Squared
Corrected Model	244.666 ^a	6	40.778	259.709	.000	.456
Intercept	.960	1	.960	6.115	.013	.003
Lbeta	.248	1	.248	1.582	.209	.001
Lcapseb	3.772	1	3.772	24.023	.000	.013
Lvalseb	9.863	1	9.863	62.816	.000	.033
Lkursseb	1.227	1	1.227	7.815	.005	.004
Lperseb	1.028	1	1.028	6.550	.011	.004
BUBE	215.141	1	215.141	1370.211	.000	.424
Error	292.201	1861	.157			
Total	1921.322	1868				
Corrected Total	536.867	1867				

a. R Squared = .456 (Adjusted R Squared = .454)

Pada bagian corrected model, terlihat angka 0.000 (dibawah $\alpha=0.05$). Dengan demikian, model regresi yang ada bisa dianggap layak untuk memprediksi kaitan antara beta, kapitalisasi market, volume perdagangan, perubahan kurs dan price earnings ratio dalam kondisi bullish dan bearish dengan price momentum.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kapitalisasi market, volume perdagangan, perubahan kurs dan price earnings ratio memiliki price momentum yang berbeda kondisi bullish dan bearish. Artinya informasi market dimasa lalu (dalam hal ini meliputi kapitalisasi market, volume perdagangan, perubahan kurs dan price earnings ratio) akan mempengaruhi baik/buruknya kinerja saham pada kondisi bullish dan bearish. Besarnya pengaruh kapitalisasi market, volume perdagangan, perubahan kurs dan price earnings ratio dalam kondisi bullish dan bearish terhadap perubahan price momentum adalah 45,4%. Dengan demikian besarnya faktor-faktor lain diluar faktor yang dimasukkan dalam penelitian ini adalah 54,6%.

Tabel 14: Parameter Estimates

Parameter Estimates

Dependent Variable: Imom

Parameter	B	Std. Error	T	Sig.	95% Confidence Interval		Partial Eta Squared
					Lower Bound	Upper Bound	
Intercept	-2.545	1.256	-2.026	.043	-5.009	-.081	.002
Lbeta	.043	.034	1.258	.209	-.024	.110	.001
Lcapseb	-.057	.012	-4.901	.000	-.079	-.034	.013
Lvalseb	.051	.006	7.926	.000	.039	.064	.033
Lkursseb	.879	.315	2.795	.005	.262	1.496	.004
Lperseb	.018	.007	2.559	.011	.004	.032	.004
[BUBE=0]	-1.125	.030	-	.000	-1.185	-	.424
[BUBE=1]	0 ^a	.	37.016	.	1.065	.	.

a. This parameter is set to zero because it is redundant.

Berdasarkan output tersebut, persamaan regresi yang dapat dibentuk adalah:

$$Lmom = -2.545 + 0.043Lbeta - 0.057Lcapseb + 0.051Lvalseb + 0.879Lkursseb + 0.018Lperseb - 1.125BUBE$$

Saat ini terdapat dua dasar penjelasan alternatif untuk perilaku prediksi earning para analyst, yang satu berdasarkan respon terhadap insentif ekonomi dan yang lainnya berdasarkan perilaku non-ekonomi. Beberapa ahli berpendapat bahwa insentif ekonomi dapat mempengaruhi prediksi *earning* analyst karena beberapa hal diantaranya: hubungan *underwriting* analyst dan perusahaan yang mereka prediksi *earning*-nya, perihal reputasi karir, atau manajemen *earning* pada perusahaan yang dianalisis (Scharfstein dan Stein, 1990; Dechow, Hutton, dan Sloan, 1998; Michaely dan Womack, 1999; Lim, 2001).

Penjelasan kelompok kedua digambarkan dari perilaku ilmuwan dan praktisi yang menyarankan agar investor jangan cenderung mengikuti teori statistik mengenai prediksi. Tapi menggunakan probabilitas subjektif pada suatu *event* (mis: informasi *earning* yang tidak diharapkan) untuk menentukan respon mereka (Kahneman dan Tversky, 1972, 1973; Tversky dan Kahneman, 1973; Einhorn dan Hogarth, 1985). Sejumlah literatur perilaku keuangan menyatakan bahwa terdapat suatu tendensi pada perilaku analist dan investor terhadap informasi *earning* yang tidak diharapkan.

Thaler, 1985, 1987, 1990; Bernard dan Thomas, 1990; Abarbanell, 1991; Abarbanell dan Bernard, 1992; Easterwood dan Nutt, 1999). Selanjutnya beberapa studi juga telah dilakukan untuk mengkaji hubungan antara tendensi perilaku dalam prediksi *earning* analist dan reaksi investor terhadap tendensi dimaksud (Abarbanell dan Bernard, 1992; Dechow dan Sloan, 1997; Ackert dan Athanassakos, 1997).

Sejumlah penelitian terdahulu juga mengemukakan bahwa prediksi analist menghasilkan proksi yang baik untuk ekspektasi *earning* investor, dan cenderung menggunakan model *time-series* (Brown dan Rozeff, 1978; Fried dan Givoly, 1982; Conroy dan Harris, 1987; Brown et al, 1987; O'Brien, 1988; Kross, Ro, Schroeder, 1990). Penelitian mengenai tendensi perilaku sistematis dalam prediksi analist dan ekspektasi investor menggunakan kesalahan prediksi analist berdasarkan prediksi analist yang dihasilkan dari beragam sumber informasi (Abarbanell dan Bernard, 1992; Ali, Klein, dan Rosenfeld, 1992; Elliott, Philbrick, dan Wiedman, 1995; La Porta, 1996; Ackert dan Athanassakos, 1997; Clement, 1999; Easterwood dan Nutt, 1999). Selain itu, telah banyak juga literatur terdahulu yang meneliti reaksi harga saham terhadap revisi prediksi analist (Givoly dan Lakonishok, 1979, 1980; Hughes dan Ricks, 1987; Cornell dan Landsman, 1989; Teets, 1992; Alexander, Jr, 1992; Abarbanell dan Bernard, 1992). Literatur tersebut secara eksplisit dan implisit mengasumsikan bahwa reaksi investor terhadap informasi *earning* adalah suatu fungsi prediksi analist, yakni ekspektasi *earning* investor sama dengan prediksi analist [$CAR_{it} = f(FE_{it})$]. Analist dan investor adalah jenis partisipan pasar yang berbeda dan memiliki kumpulan informasi yang berbeda, karenanya memiliki karakteristik perilaku yang juga berbeda. Oleh sebab itu prediksi analist, bukanlah proksi yang memadai bagi ekspektasi investor.

Dimulai oleh De Bondt dan Thaler (1985), penelitian mengenai inefisiensi dalam prediksi *earning* dan reaksi investor terhadap pengumuman *earning* telah menjadi suatu topik baru dalam studi mengenai *earning*. Sampai saat ini, studi yang dilakukan terhadap topik ini membagi reaksi analist dan atau investor terhadap informasi *earning* kedalam 3 kategori: *Overreaction* dan *underreaction* dari perspektif investors, *overreaction* dan

underreaction dari perspektif analist, serta optimisme and pesimisme dari perspektif analist. Beberapa penelitian merupakan pendukung hipotesis rasional bahwa analist dan investor mengoptimalkan seluruh informasi yang tersedia dan menghasilkan ekspektasi yang tidak bias mengenai *earning* mendatang, disisi lain terdapat juga hasil penelitian yang mendukung hipotesis quasirasional bahwa ekspektasi mengenai *earning* mendatang cenderung menunjukkan bias yang sistematis. Studi mengenai anomali *overreaction* di pasar modal belum terlalu banyak dilakukan di Indonesia, diantaranya adalah Sartono (2000) yang menguji 3 hipotesis ketidakpastian pasar untuk event positif dan negatif di BEJ periode 1995-1998, serta Manurung dan Priotomo (2005) yang mengaplikasikan metode De Bondt dan Thaler untuk mengidentifikasi anomali *overreaction* pada saham emiten tekstil, *retailer* dan *wholesaler*.

Temuan yang sama dihasilkan oleh Lehman (1992) dengan menggunakan metodologi yang berbeda. Ia membentuk portfolio dengan kriteria *short-position* untuk saham yang mengalami kenaikan harga dan *long-position* untuk saham yang mengalami penurunan harga. Dengan menggunakan data harga saham harian Dyl dan Maxfield (1987) serta Bremer dan Sweeney (1988) juga menemukan bukti mengenai pembalikan harga untuk saham *winner* dan *loser*. Dyl dan Maxfield menyatakan bahwa dalam tiap 200 hari transaksi yang dipilih secara *random* selama periode 1974-1984, untuk kriteria saham *winner*, adalah 3 saham dengan kinerja pasar 1 hari yang *underperformed* 1%-8% dalam 10 hari perdagangan, sementara untuk kriteria saham *loser* adalah 3 saham yang kinerja pasar (1 hari) dari 10 hari perdagangan *outperformed* sebesar 3%-6%. Sementara hasil penelitian Bremer dan Sweeney menyatakan bahwa terjadi *overreaction* pada saham perusahaan Fortune 500 selama periode 1962- 1986; dimana nilai *abnormal return* sebesar 4% tidak dapat diatribusikan secara normal terhadap pengaruh perusahaan kecil, dikarenakan perusahaan yang terkecil dalam Fortune 500 pun terlalu besar bisadibandingkan dengan rata-rata perusahaan terbuka di Amerika.

Pola pembalikan rata-rata yang sama juga dinyatakan oleh Atkins dan Dyl (1990) pada *return* saham harian Amerika, tapi mereka mempertanyakan apakah tendensi dimaksud dapat membentuk basis strategi perdagangan yang *feasible*. Mereka mengestimasi kinerja harga 6 saham dari seluruh saham yang listing di NYSE untuk 300 hari perdagangan yang dipilih secara *random*; 6 saham tersebut termasuk 3 saham yang mengalami nilai persentase kerugian terbesar dan 3 saham *winner* (persentase kenaikan harga) pada hari tertentu. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa rata-rata *abnormal return* untuk saham *loser* adalah positif untuk 8- 10 hari yang akan datang dihitung dari tanggal terjadi penurunan harga dan secara statistik signifikan untuk 2 hari setelah event penurunan

harga. Untuk saham *winner*, rata-rata *abnormal return* adalah negatif untuk 9-10 hari setelah *event* kenaikan harga. Secara khusus, *abnormal return* secara statistik signifikan untuk hari ke 1, 3, dan 7.

Untuk negara Inggris, MacDonald dan Power (1992 dan 1993) juga mengemukakan kesimpulan yang skeptis mengenai pengaruh *overreaction* jangka pendek dalam *return* saham mingguan atas 40 perusahaan publik periode Januari 1982-Juni 1990. Strategi jangka pendek membeli saham *looser* dan menjual saham *winner* akan memiliki kinerja *underperformed* daripada pasar dalam periode 12 minggu yang akan datang setelah pembentukan portfolio saham *winner* dan *looser*. Berdasarkan hasil tersebut mereka menyarankan bahwa apabila pada suatu tingkatan tertentu investor mempertimbangkan bahwa *return* mingguan lebih baik dibanding periode bulanan, maka *return* saham jangka pendek tidak mengandung komponen transitory pembalikan-rata-rata. Dengan kata lain apabila harga saham meningkat lebih daripada yang diprediksi model pasar dalam 1 minggu, kenaikan harga tersebut akan mengalami penguatan oleh kenaikan harga berikutnya.

D. Pengujian Efisien Market Hypothesis pada BEI

Berdasarkan hasil olahan data, bentuk efisiensi pasar modal Bursa Efek Indonesia adalah berbentuk efisiensi setengah kuat (semi strong form efficient market), dimana harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada dalam laporan-laporan keuangan emiten. Disini tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam waktu yang lama.

Penelitian mengenai pergerakan bursa telah banyak dilakukan berbagai pihak, karena penelitian ini salah satu bentuk penelitian efisiensi pasar. Siklus kedua dan siklus ketiga sangat pendek. Efisiensi pasar juga telah banyak dilakukan baik di luar negeri dan dalam negeri. Bursa Efek Indonesia masih dianggap belum efisien sesuai penelitian dari Husnan (1991), Manurung (1994), Hermanto (1998), Affandi dan Utama (1998), Jasmina (1999) dan Suha (2004).



BAB IV PSIKOLOGI INVESTASI

A. **Perlunya Pemahaman Psikologi Investor dalam Berinvestasi**

Pada prinsipnya manusia melakukan forecasting dengan motivasi untuk mendapatkan gain atau mengurangi ketidak-pastian. Berdasarkan pendekatan tradisional, dilakukan fundamental analysis, namun pendekatan fundamental analysis memerlukan asumsi yang harus dipenuhi yang pada umumnya sangat sukar untuk diperoleh. Asumsi tersebut adalah pertama, tersedianya informasi yang benar-benar terkait dengan fundamental value perusahaan dari suatu aset keuangan yang dianalisis; kedua, investor/manager adalah rasional demikian pula dalam melakukan pengambilan keputusan juga didasari oleh pertimbangan rasionalitas. Studi tentang investor tidak rasional di pasar modal bermula dari penelitian DeBondt dan Thaler (1985) yang secara mengejutkan menemukan bahwa dalam kondisi tertentu, perilaku investor yang tidak rasional benar-benar ada. Mereka menunjukkan bahwa orang cenderung memberikan bobot yang berlebihan pada informasi laba terakhir dan mengabaikan informasi laba sebelumnya sehingga menciptakan kondisi pasar yang under dan overreacted. Sejak itu, banyak peneliti lain menyelidiki beberapa jenis perilaku irrasional lainnya yang muncul di pasar modal (Odean, 1998; Barber dan Odean, 1999; Daniel et al 1998; Barberis et al. 1988). Mereka pada akhirnya membuktikan bahwa penelitian mereka mendukung dan menyimpulkan bahwa investor tidak rasional memang ada di pasar modal. Pada kenyataannya, asumsi pertama diatas sukar diperoleh. Kahneman dan Tversky (1973) menyatakan bahwa informasi yang dapat diperoleh adalah terbatas. Walaupun informasi dapat diperoleh, dapat pula terjadi intepretasi yang berbeda-beda. Dengan keterbatasan data dan informasi dimana pengambilan keputusan harus tetap dilakukan, maka faktor psikologi berperan penting didalamnya. Masuknya faktor psikologi dalam pengambilan keputusan didasari oleh penemuan Miller (1977) yang mengatakan bahwa dalam satu satuan waktu, kemampuan otak manusia untuk menerima informasi, mengolahnya dan membentuknya menjadi suatu keputusan adalah hanya 7 unit. Dengan keterbatasan daya tampung tersebut, sehingga manusia tidak terlepas dari bias dan dalam melakukan pengambilan keputusan mengandalkan pada kekuatan psikologisnya. Bukti penelitian psikologis menunjukkan ketika orang dihadapkan pada permasalahan

sulit yang penuh ketidakpastian maka mereka cenderung menjadi *overconfident* sehingga menghasilkan kesalahan yang lebih besar dibanding ketika menghadapi masalah yang lebih mudah (Fischhoff et al., 1977; Lichtenstein et al., 1982; Quattrone, 1982; Klayman dan Ha, 1987). Perdagangan saham di pasar modal juga merupakan kegiatan yang mengandung ketidakpastian yang cukup tinggi sehingga berpotensi menciptakan perilaku *overconfident*.

Kahneman menunjukkan bahwa manusia bukanlah makhluk rasional dalam pengambilan keputusan. Ancok (2007) menunjukkan beberapa aspek irrasionalitas investor di pasar modal, antara lain saat *Crash* pasar modal di USA, berdasarkan hasil penelitian dari 113 orang yang ditanya hanya 3 orang yang memberi alasan dia menjual saham karena alasan analisis ekonomi, kemudian sisanya menjual karena takut harga semakin jatuh, ketamakan, dan kepanikan.

Emosi atau kekuatan bias psikologi dapat membuat investor mengabaikan hal-hal jelek mengenai sesuatu yang telah dikenal dan diketahuinya secara emosional. Perasaan bahwa investor sangat mengetahui suatu saham atau keterikatan secara emosional terhadap sesuatu saham dapat mengakibatkan investor tidak melakukan perubahan walau perusahaan tersebut mengalami kesulitan. Tambahan pula, tingkat keyakinan investor sebelumnya ketika saham itu sangat baik dapat lebih menguatkan investor untuk menunda keputusan atau tidak melakukan apapun terhadap informasi yang didapat (*status quo bias*).

Pada dasarnya setiap manusia memiliki kemampuan kognitif yang terbatas, meskipun keterbatasan pengetahuan ini bervariasi satu sama lainnya. Perbedaan pengetahuan ini disebabkan oleh perbedaan kemampuan dalam mengakses informasi. Disamping itu, setiap manusia juga memiliki tingkat keyakinan yang berbeda dalam memprediksi terjadinya suatu peristiwa yang tidak pasti. Kombinasi variasi pengetahuan dan tingkat keyakinan akan menentukan tingkat *overconfidence* seseorang, yang berbeda satu sama lainnya (Klayman et al., 1999). Bukti penelitian empiris menunjukkan bahwa ketika investor berperilaku *overconfident*, investor cenderung mengirimkan nilai prediksi harga saham yang relatif tinggi sehingga jauh menyimpang dari nilai fundamentalnya, yang membawa implikasi pada timbulnya kesalahan prediksi yang tinggi. Kegagalan untuk menekan kesalahan prediksi telah menempatkan investor dalam posisi yang merugi (Odean, 1999; Barber dan Odean, 2000; Raghubir dan Das, 1999). Fenomena ini menunjukkan bahwa mereka yang berperilaku *overconfident* pada hakekatnya telah melakukan perilaku penipuan diri (*self deception*) karena ketepatan pengetahuan dan informasi yang dipersepsikan tidak sesuai dengan kenyataan yang sebenarnya. Perilaku *overconfident* yang memicu peningkatan kesalahan

an prediksi telah terbukti memberi kontribusi yang signifikan pada kegagalan investor dalam memperoleh keuntungan di pasar modal, meskipun bukti empiris lain menunjukkan bahwa perilaku overconfident tidak selalu berakhir dengan kerugian (DeLong et al., 1990,1991; Hirshleifer dan Luo, 2001; Garvais dan Odean, 2001).

Wibowo dan Sukarno (2004) meneliti tentang reaksi berlebihan dengan melihat ukuran perusahaan. Wibowo dan Sukarno mengadakan pengujian terhadap saham harian selama tahun 2000 di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian tersebut tidak ditemukan bahwa reaksi berlebihan berhubungan dengan ukuran perusahaan, baik perusahaan kecil maupun perusahaan besar. Dalam penelitiannya juga ditemukan bahwa saham *loser* mempunyai kecenderungan untuk menjadi *winner*, tetapi *winner* tidak mempunyai kecenderungan untuk menjadi *loser*. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Iswanderi.

Sartono dan Yarmanto (1996) mendokumentasi reaksi berlebihan (*overreaction*) pada pasar saham Indonesia dengan menggunakan model Damoderan. Tujuan utama dari studi mereka adalah untuk mengukur penyesuaian pasar dan bagaimana informasi baru diserap secara efektif. Dan penemuan itu membuktikan bahwa Bursa Efek Jakarta cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi terbaru.

B. Utility Theory

Perkembangan investasi, perilaku keuangan sangat berperan dalam pengambilan keputusan seseorang untuk berinvestasi. Pengambilan keputusan keuangan untuk kegiatan investasi, akan sangat dipengaruhi oleh informasi yang didapat dan pengetahuan investor tentang investasi. Keputusan investasi seorang investor selama ini dilihat dari dua sisi yaitu, (1) sejauh mana keputusan dapat memaksimalkan kekayaan (*economic*) ; (2) *behavioral motivation* (keputusan investasi berdasarkan aspek psikologis investor).

Biasanya seorang investor akan melakukan riset sebelum memutuskan untuk melakukan investasi, seperti dengan mempelajari laporan keuangan perusahaan, kinerja perusahaan, *track record* atau portofolio, keadaan perekonomian, risiko, ulasan tentang keuangan dan keadaan perekonomian yang dipublikasikan di media, dan lain-lain riset ini dilakukan dengan tujuan supaya investasi yang dilakukan dapat memberikan tambahan kekayaan. Berdasarkan *utility theory* yang dikembangkan oleh Von Neumann dan Morgenstern, mengatakan bahwa (1) investor sangat rasional; (2) setuju dengan pilihan yang kompleks; (3) tidak suka risiko dan, (4) memaksimalkan kekayaan. Dengan adanya perkembangan dari masa ke masa, maka muncullah teori lain yang dapat mempengaruhi keputusan investasi investor berdasarkan aspek

psikologis (*behavioral motivation*). Selain itu berdasarkan studi empiris tentang perilaku investor yang dilakukan oleh Blume (1970), menguji bagaimana variabel demografi mempengaruhi proses pemilihan dan komposisi portofolio investasi.

Utility Theory digunakan untuk menjelaskan sikap seseorang terhadap risiko. Dimana dalam penelitian ini sikap investor dalam melakukan investasi untuk menghindari risiko agar dapat memaksimalkan kekayaan (*Economic Factor*). Nagy dan Obenberger, mengklasifikasikan keputusan investasi berdasarkan *Economic Factor, Neutral Information, Accounting Information, Classic*.

Neutral Information dimana informasi berasal dari luar yang menunjukkan gambaran agar informasi-informasi yang didapat seimbang, informasi ini mencangkup ulasan dan informasi dari media tentang keuangan maupun keadaan ekonomi yang berhubungan dengan kegiatan investasi yang meliputi informasi tentang pemberitaan atau ulasan di media keuangan yang biasanya membahas tentang keadaan atau kondisi saat ini dengan perkembangan investasi yang ada serta hal-hal lain yang berhubungan dengan investasi dan keuangan, pemberitaan atau ulasan di media umum, perubahan harga saham, ulasan dari analis keuangan yang dipublikasikan di media, dan indikator ekonomi (inflasi, tingkat suku bunga, dan lain-lain) (Nagy dan Obenberger, 1994).

Accounting Information yaitu informasi yang berhubungan dengan laporan keuangan perusahaan, meliputi data pada laporan dan *prospectus*, penilaian terhadap saham dengan menghitung NPV, IRR, dan lain-lain, pendapatan atau laba perusahaan yang diharapkan, sejarah pendirian perusahaan, dan kemampuan bursa saham saat ini (Nagy dan Obenberger, 1994).

Self Image/Firm-Image Coincidence merupakan informasi yang berhubungan dengan penilaian terhadap perusahaan, meliputi informasi tentang reputasi perusahaan, posisi perusahaan pada industri yaitu termasuk *market leader* atau *market follower, new comers*, perkiraan produk dan pelayanan perusahaan, mengetahui etika-etika perusahaan, nilai saham perusahaan pada waktu yang lalu (Nagy dan Obenberger, 1994).

Classic merupakan kemampuan investor menentukan kriteria pada dasar ekonomis dari perilaku investor, meliputi informasi tentang dividen yang diharapkan, harga saham pada pembukaan, konsekuensi pajak yang harus ditanggung, dan kemampuan untuk memperkecil risiko (Nagy dan Obenberger, 1994).

Social Relevance menyangkut informasi keberadaan saham perusahaan di bursa saham dan tanggung jawab sosial perusahaan, yang meliputi informasi tentang posisi saham dalam saham-saham yang terdaftar pada bursa saham termasuk saham *blue*

chip atau *second liner*, jenis investasi yang beroperasi di area lokal, jenis investasi yang beroperasi di area internasional, dan bentuk kepedulian perusahaan terhadap lingkungan (*Corporate Social Responsibility*) (Nagy dan Obenberger, 1994).

Advocate Recommendation dimana sumber informasi dapat membangun gagasan dan pemahaman berdasarkan rekomendasi yang telah diberikan dengan memperhatikan kepentingan tetap dalam hasil pada kegiatan pokok investor, hal ini juga diungkapkan oleh Toral (2002) bahwa investor dalam pemilihan investasi membutuhkan tenaga profesional sehingga tidak ada kecemasan dalam memilih investasi di saat keadaan pasar sedang lesu, informasi tersebut meliputi rekomendasi dari broker, rekomendasi dari teman, dan pendapat dari keluarga (Nagy dan Obenberger, 1994).

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul

Personal Financial Needs jenis informasi ini didapat berdasarkan pengalaman investor dalam melihat nilai investasi dan perhitungan pada pengeluaran konsumsi sebagai seorang yang sungguh independen, yang meliputi informasi tentang target hasil dari investasi untuk memenuhi keuangan pribadi, estimasi dana untuk investasi, keinginan diversifikasi, melihat kembali kinerja portofolio saham yang dimiliki di masa yang lalu, melihat alternatif investasi lain selain yang telah dimiliki dengan melakukan perbandingan alternatif investasi selain saham, misalnya obligasi, emas, deposito, dan lain-lain (Nagy dan Obenberger, 1994).

C. Overconfidence

Lichtenstein dan Fischhoff (1977) mendefinisikan *overconfidence* sebagai kecenderungan pembuat kebijakan secara tidak sengaja untuk penilaian pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki dan mengabaikan informasi publik tersedia. Cheng (2007) menunjukkan bahwa *overconfidence* perilaku adalah yang paling karakteristik umum ditemukan pada manusia yang mencerminkan satu kecenderungan untuk melebih-lebihkan kemampuan, kesempatan untuk sukses dan kemungkinan bahwa seseorang akan mendapatkan hasil yang positif dan akurasi dari pengetahuan yang dimiliki. Menurut Klayman et al. (1999) dan Kufepaksi (2007), orang yang *overconfidence* dapat diidentifikasi melalui uji kalibrasi tingkat keyakinan. Uji kalibrasi tingkat keyakinan ini adalah prosedur untuk menguji dan mengidentifikasi kombinasi dari tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan dalam membentuk tingkat *overconfidence* seseorang berdasarkan daftar pertanyaan tertentu yang dirancang khusus untuk tujuan ini.

Pompian (2006) menyebutkan kesalahan yang biasanya terjadi sebagai akibat dari perilaku *overconfidence* dalam kaitannya dengan investasi di pasar finansial: (1) *Overconfidence* dapat memicu para investor untuk membuat berlebihan perdagangan sebagai efek dari keyakinan bahwa mereka memiliki pengetahuan khusus, padahal mereka tidak benar-benar memiliki; (2) *Overconfidence* menyebabkan investor untuk melebih-lebihkan kemampuan dalam mengevaluasi investasi; (3) *Overconfidence* dapat memicu para investor untuk kurang memperhitungkan (underestimate) pada resiko dan cenderung mengabaikan risiko; (4) *Overconfidence* menyebabkan kecenderungan investor melakukan portofolio investasi yang tidak terdiversifikasi.



D. Peran Gender Dalam Perdagangan Saham

Topik penelitian terkait dengan gender mengupas tentang perbedaan peran, fungsi dan tanggung jawab antara pria dan wanita ketika saling berinteraksi dalam kehidupan sosial mereka. Perbedaan gender ini berkaitan dengan kebiasaan, nilai budaya dan ketentuan sosial lainnya yang tumbuh dan berkembang dalam masyarakat sehingga setiap saat dapat berubah menyesuaikan perkembangan jaman. Dalam penelitian ini, perbedaan gender untuk melihat perbedaan investor berjenis kelamin pria dan wanita dalam berperilaku dan karakteristik yang berbeda sehingga diharapkan akan membawa perbedaan kinerja ketika mereka melakukan perdagangan saham dalam kondisi bullish dan bearish. Canary dan Sommers (1977) menjelaskan ketika wanita menunjukkan perilaku yang berbeda dengan pria, maka perilaku tersebut sesuai dengan stereotype harapan dari wanita. Dengan kata lain, perbedaan perilaku antara pria dan wanita disebabkan sifat alamiah mereka. Perbedaan perilaku ini lebih dipengaruhi oleh perbedaan karakter diantara keduanya. Perilaku wanita cenderung dekat dengan hal-hal yang berkaitan dengan kehalusan, keramahan; sedangkan perilaku pria berkaitan dengan kekerasan dan agresivitas.

Peran gender yang berbeda ini dijelaskan oleh Theory of Social Role (Eagly, 1987). Teori ini memprediksi bahwa pria dan wanita akan menunjukkan stereotype gender mereka secara spesifik ketika mereka melakukan kegiatan harian mereka yang membawa implikasi bahwa mereka menyesuaikan perilaku mereka berdasarkan peran sosial mereka. Hal ini sesuai dengan harapan yang berbeda dan membutuhkan keterampilan yang berbeda untuk mencapainya. Menurut teori ini, pria dan wanita akan menunjukkan stereotype gender yang lebih kuat sehingga sesuai dengan tuntutan sosial terhadap peran mereka. Ketika peran sosial mereka meningkat di komunitas mereka, perbedaan antara kedua stereotype gender akan lebih lebar.

Dalam menjelaskan perbedaan stereotype gender, teori peran sosial (Eagly, 1987) mendukung teori perilaku penipuan diri (Trivers, 2004) yang menjelaskan teori overconfident. Menurut teori penipuan diri, pria dan wanita membawa karakter genetik dari orang tua mereka. Manusia dikatakan pria ketika mereka membawa genetik ayah lebih banyak dibandingkan dengan genetik ibu, demikian juga sebaliknya. Faktor genetik ayah cenderung membawa karakter yang berkaitan dengan agresivitas, kekerasan dan keinginan untuk berperilaku berbeda, keinginan untuk melakukan perubahan; sedangkan faktor genetik ibu cenderung membawa karakter yang berkaitan dengan kesesuaian, hubungan yang hangat, keseimbangan dan kelunakan sosial. Oleh karena itu dalam kaitan dengan perdagangan saham, penelitian ini menduga faktor genetik ayah mendorong keinginan untuk melakukan sesuatu dengan cara yang berbeda, keinginan untuk melakukan perubahan dan agresivitas untuk memperkuat domain maskulin dalam

stereotype gender sedemikian rupa sehingga pria cenderung lebih overconfident dibandingkan wanita.

E. Tingkat Pengetahuan Investor

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Lichtenstein et al., 1982, Fischhoff et al., 1977, dan Lichtenstein dan Fischhoff, 1977, menunjukkan bahwa orang yang overconfident sebenarnya merupakan orang yang kurang memiliki pengetahuan yang memadai sehingga prediksinya tidak atau kurang akurat. Lebih lanjut, Kruger dan Dunning (2002) menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat pengetahuan seseorang, semakin besar juga tendensinya untuk berperilaku overconfident. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Burson et al. (2006) dan Moore dan Cain (2007).

Dalam perdagangan saham, investor yang berperilaku overconfident secara tidak sadar memberi bobot yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan informasi yang dimiliki sehingga cenderung menentukan nilai prediksi terlalu tinggi menjauhi harga saham yang sebenarnya (harga fundamentalnya). Nilai prediksi yang terlalu tinggi menciptakan perdagangan yang merugikan karena investor membeli saham dengan harga yang lebih mahal dibandingkan harga fundamentalnya atau menjual saham dengan harga yang lebih rendah (murah) dibandingkan dengan harga yang sebenarnya atau harga fundamentalnya (Odean, 1998; Barber dan Odean 1999). Fenomena ini menunjukkan bahwa mereka yang berperilaku overconfident pada hakekatnya telah melakukan perilaku penipuan diri (self deception) karena ketepatan pengetahuan dan informasi yang dipersepsikan tidak sesuai dengan kenyataan yang sebenarnya.

F. Resiko Investasi

Gervais dan Odean (2001) menemukan bahwa peningkatan dalam volume dan volatilitas akan mengakibatkan investor mengalami penurunan keuntungan bahkan kerugian. Kirchler and Maciejovsky (2002) menyatakan bahwa investor yang *overconfidence* terlalu sering melakukan transaksi pada saham yang labanya semakin menurun, bahkan sering berinvestasi pada saham yang memiliki laba negatif.

Daniel et al. (1998) menyimpulkan bahwa rata-rata perilaku *overconfidence* dipasar finansial dapat menyebabkan efek berbahaya, tetapi dalam beberapa kasus hal ini mungkin disebabkan oleh adanya *excess return* yang diperoleh *rational* investor. Pengujian empiris lain membuktikan adanya frekuensi perdagangan yang berlebihan (Graham et al., 2006, Grinblatt dan Keloharju, 2009, Statman et al., 2003 dan Glaser dan Weber, 2003).

G. Pengalaman Berinvestasi

Penelitian mengenai keberadaan reaksi berlebihan seringkali menggunakan data saham yang dikelompokkan menjadi dua, yaitu kelompok saham (*portofolio*) *loser* dan kelompok saham (*portofolio*) *winner*. Kelompok saham yang disebut *loser* yaitu kelompok saham yang konsisten mengalami penurunan besar harga, sedangkan kelompok saham yang disebut kelompok *winner* yaitu kelompok saham yang konsisten mengalami kenaikan harga besar. Penyebab perubahan besar harga pada saham golongan *loser* dan saham golongan *winner*, antara lain disebabkan karena adanya informasi buruk (*bad news*) dan informasi bagus (*good news*) yang diterima oleh para pelaku pasar, sehingga para pelaku pasar melakukan reaksi.

Sukmawati dan Hermawan (2003) melakukan penelitian mengenai *Overreaction Hypotesis* dengan cara pembentukan portofolio yang dijadikan enam portofolio, dimana portofolio tersebut terdiri dari tiga portofolio golongan *loser* dan tiga portofolio golongan *winner*. Dalam penelitian Sukmawati dan Hermawan tersebut menguji keberadaan reaksi berlebihan yang digunakan untuk memprediksikan pola portofolio *loser* mengungguli pola portofolio *winner*. Mereka menemukan bahwa portofolio *loser* terbukti mengungguli portofolio *winner*, dan terjadi secara separatis dan terpisah-pisah selama beberapa waktu.

H. Teori Chaos

Teori Chaos menolak teori Efficiency Market Hypothesis dan menyatakan bahwa harga bergerak secara random dan praktis. Teori ini setuju dengan teori EMH dan teori noise dalam hal informasi yang dicerna dengan cepat. Pandangan teori Chaos terhadap informasi menekankan informasi tidak segera diadopsi oleh harga pasar sebagaimana diprediksi oleh teori EMH dan teori noise. Teori Chaos mengkonseptualkan apa yang oleh teori noise diidentifikasi sebagai informasi yang efisien.

BAB V
KAJIAN PSIKOLOGI INVESTOR DALAM BERINVESTASI
PADA KONDISI BULLISH DAN BEARISH MARKET*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tingkat pendidikan, gender, resiko dan pengalaman investasi pada investasi yang bertindak rasional pada kondisi bullish cenderung tidak berbeda secara nyata dengan investor yang bertindak irrasional pada kondisi bearish.

Hasil olahan data menunjukkan bahwa terdapat lima variabel yang berbeda secara signifikan mempengaruhi tindakan investor ketika kondisi bullish dan kondisi bearish, yaitu ketersediaan informasi, Penggunaan Metode Accounting Measure, Penggunaan Penggunaan Market Value Based, Penggunaan Metode Discounted Cash Flow dan Penggunaan Analisis Trend Pergerakan Harga.

Disamping itu hasil penelitian juga menunjukkan dari kesemua variabel yang dimasukkan, hanya ada dua variabel yang signifikan mempengaruhi keputusan investor berinvestasi dalam kondisi bullish dan bearish, yaitu penggunaan analisa market value based dan analisis trend pergerakan harga. Dari 200 responden, yang dengan model diskriminan menghasilkan 79 responden ada di kondisi bearish dan 121 ada di kondisi bullish. Sementara itu ketepatan prediksi dari model yaitu 55%.

Berdasarkan proses olahan data, maka dapat dibuktikan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan faktor psikologis yang mempengaruhi investor dalam membuat keputusan investasi pada kondisi pasar bullish dan pada kondisi pasar bearish. Hal ini mendukung temuan Legowo dan Machfoedz (2002), Johnathan Myers (Sembel, 2001), Shinta (2003), dan Simanungkalit (2004). Pada kondisi bullish, investor menjadi sangat rasional sehingga mereka lebih bergairah untuk melakukan investasi di pasar modal. Kondisi ini menarik banyak investor pemula untuk bertransaksi di pasar modal. Bagi investor pemula, teknik yang paling mudah untuk bertransaksi saham adalah dengan memperhatikan harga saham yang terbentuk dalam waktu mendekati transaksi dan trend pergerakan harga saham. Namun pada kondisi bearish, investor menjadi irrasional yang mencerminkan error, bias, emosi dan panik, sehingga mereka lebih memperhatikan nilai psikologi. Dengan demikian dalam kondisi bearish, investor kurang memperhatikan harga saham yang terbentuk, mereka lebih memperhatikan sentimen pasar.

Variabel yang membuat psikologis investor berbeda dalam kondisi bullish dan bearish adalah hasil analisis mereka berdasarkan perkiraan mereka dengan market value based dan analisis mereka dengan melihat trend pergerakan harga saham. Penggunaan tools ini dalam kondisi bullish akan dipertimbangkan dengan matang sehingga keputusan rasional

dapat dibuat dalam keputusan investasi. Akan tetapi dalam kondisi bearish dengan hasil analisis yang buruk akan mempengaruhi reaksi mereka untuk segera membuat keputusan yang disebabkan kondisi panik.

Dalam kondisi bearish, investor yang berperilaku overconfident secara tidak sadar memberi bobot yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan informasi yang dimiliki sehingga cenderung menentukan nilai prediksi terlalu tinggi menjauhi harga saham yang sebenarnya (harga fundamentalnya). Nilai prediksi yang terlalu tinggi menciptakan perdagangan yang merugikan karena investor membeli saham dengan harga yang lebih mahal dibandingkan harga fundamentalnya atau menjual saham dengan harga yang lebih rendah (murah) dibandingkan dengan harga yang sebenarnya atau harga fundamentalnya. Penelitian ini mendukung temuan Odean (1998), Barber dan Odean (1999). Fenomena ini menunjukkan bahwa mereka yang berperilaku overconfident pada hakekatnya telah melakukan perilaku penipuan diri (self deception) karena ketepatan pengetahuan dan informasi yang dipersepsikan tidak sesuai dengan kenyataan yang sebenarnya.

Dengan model diskriminan yang terbentuk mempunyai ketepatan pengklasifikasian faktor psikologis yang berpengaruh pada kondisi bullish dan bearish, maka model diatas bisa digunakan untuk mengklasifikasikan perubahan harga saham dengan analisis market based value dan perubahan harga dengan analisis trend pergerakan harga, apakah akan membentuk kondisi bullish atau kondisi bearish market. Dengan demikian berdasarkan hasil analisis maka investor akan bisa membuat strategi market timing yaitu menjual saham ketika harga murah dan membeli saham ketika harga tinggi. Dalam kondisi bullish seorang investor akan melakukan riset sebelum memutuskan untuk melakukan investasi, seperti dengan mempelajari laporan keuangan perusahaan, kinerja perusahaan, *track record* atau portofolio, keadaan perekonomian, risiko, ulasan tentang keuangan dan keadaan perekonomian yang dipublikasikan di media, dan lain-lain riset ini dilakukan dengan tujuan supaya investasi yang dilakukan dapat memberikan tambahan kekayaan. Penelitian ini juga menunjukkan tidak mendukung temuan Lewellen, Lease dan Schlarbaum (1977) yang menunjukkan bahwa usia, jenis kelamin, pendapatan dan pendidikan mempengaruhi pilihan investor untuk keuntungan, dividen dan semua laba yang diinginkan. Demikian juga temuan Warren (1990) yang menyatakan bahwa pilihan investasi seseorang lebih berdasar pada gaya hidup dan karakteristik demografinya.

Penelitian ini menunjukkan kebanyakan investor dalam keputusan berinvestasi melihat dan mempertimbangkan faktor *Accounting Information* agar tujuan investasinya tercapai, namun faktor-faktor yang lain tidak banyak diperhatikan. Faktor tersebut digunakan sebagai alat analisis tradisional dan investor biasanya sudah merasa cukup dengan melihat kedua faktor tersebut untuk menentukan keputusan investasi.

Penelitian ini juga mendukung teori Chaos, bahwa informasi mempunyai nilai yang berlanjut, bahkan sesudah transaksi terjadi, dengan hasil efisiensi dalam bentuk lemah pada pendekatan EMH. Nilai berlanjut ini secara tidak langsung kemungkinan akan mempengaruhi kekuatan ekonomi makro, struktur dan teknis yang berjalan secara sistematis pada perilaku pasar dan harga. Mekanisme ini menunjukkan mekanisme penentuan harga pasar.

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul



Universitas
Esa Unggul

BAB VI PEMBENTUKAN INVESTOR BELIEF

A. *Investor belief*

Belief adalah komponen penting dalam proses membuat keputusan (Beaver, 1989). Informasi memegang peran penting dalam membentuk *belief*. Oleh sebab itu perubahan dalam pembuatan keputusan dapat terjadi ketika informasi baru yang diterima mengubah *belief*. Beaver (1989) menyatakan bahwa informasi tidak terbatas. Harga saham dapat meningkat sebagai proses ekuilibrium atas *investor belief*. Scott (2009) dan Beaver (1989) menyatakan informasi keuangan mempunyai kandungan informasi jika membantu dalam pembentukan *investor belief* dalam pembelian atau penjualan saham. Scott (2009) memberikan prediksi perilaku *investor* dalam merespon informasi laporan keuangan, yaitu: (1) *Investor* mempunyai keyakinan tentang *return* dan *risk* saham emiten yang diharapkan. Keyakinan ini didasarkan pada informasi yang tersedia di pasar, yang meliputi harga pasar sampai sebelum *current net income* perusahaan diterbitkan. Tetapi, keyakinan tersebut tidak sama karena berbeda dalam menempatkan informasi dan kemampuan interpretasi; (2) Setelah penerbitan *net income* tahun berjalan, *investor* akan menjadi lebih tahu dengan menganalisa angka *income*. Jika *net income* lebih tinggi dari yang diharapkan, maka menjadi *good news*. *Investor* lainnya yang mempunyai harapan tinggi tentang betapa seharusnya *net income* sekarang, menginterpretasikan *net income* yang sama sebagai *bad news*.

Belief adjustment theory dari Hogarth & Einhorn's (1992) mendasarkan bahwa manusia akan memproses informasi secara berurutan dan memiliki keterbatasan daya ingat. Oleh sebab itu orang akan mengubah *belief* mereka melalui urutan proses *anchoring and adjustment*. Keyakinan sekarang bermanfaat sebagai keyakinan awal yang akan disesuaikan menjadi keyakinan baru dan terjadi terus-menerus secara berurutan. Teori ini juga mempertimbangkan kekuatan keyakinan awal (*anchor*) dan memprediksikan bahwa *anchor* yang besar akan berkurang lebih banyak oleh informasi negatif daripada *anchor* yang kecil, dan sebaliknya. *investor* akan mengevaluasi kinerja perusahaan lebih baik pada saat informasi laba transitori perioda lalu yang digunakan sebagai *benchmark* ataupun nilai awal (*anchor*) diungkap dalam pengumuman sekarang, sebaliknya ketika rugi transitori perioda lalu sebagai *benchmark* ataupun nilai awal maka *investor* cenderung mengevaluasi kinerja lebih buruk.

B. Manfaat Informasi

Informasi keuangan yang bermanfaat harus mempunyai kualitas *relevan* dan *reliable* (Scott, 2009). Relevan menunjukkan informasi keuangan harus dapat membuat perbedaan

dalam suatu keputusan. Untuk menjadi relevan, informasi harus mempunyai nilai prediktif, nilai umpan balik dan tepat waktu. *Reliable* adalah informasi dapat diandalkan jika terbebas dari kesalahan, penyimpangan, serta merupakan penyajian yang jujur. Supaya *reliable*, informasi keuangan mempunyai karakteristik dapat diperiksa, kejujuran penyajian, dan netral. Informasi yang diperlukan *investor* tidak selalu tersedia (Kahneman & Tversky, 1973). Walaupun tersedia, setiap *investor* memiliki kemampuan untuk mengabsorb informasi tersebut berbeda-beda (Black, 1985). *Investor* dengan perhatian yang terbatas tidak menempatkan bobot yang sesuai untuk kemungkinan investasi kumulatif yang tinggi yang menggambarkan over investasi, penggantian *fixed assets* yang usang atau pembayaran investasi sementara. Oleh karena itu mereka akan *overvalue* terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang tinggi dan *undervalue* terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang rendah.

C. Informasi Keuangan Sebagai Pembentuk Opini *Investor belief*

Evaluasi atas informasi keuangan didasarkan pada teori *belief-adjustment* (Hogarth dan Einhorn, 1992) dan *strategic reference point theory* (Fiegenbaum et al., 1996). Teori *belief-adjustment* menjelaskan fenomena *order effect* yang muncul dari interaksi antara strategi pemrosesan informasi dan karakteristik tugas yang merupakan salah satu bentuk bias *heuristic* (Bazerman, 1994). Hogarth dan Einhorn (1992) mengajukan model penyesuaian keyakinan (*belief adjustment model*) yang memproposisikan bahwa individu memproses informasi secara sekuensial akan menggunakan proses penjangkaran (*anchoring*) dan penyesuaian (*adjustment*). Model ini secara khusus menarik perhatian karena, dibandingkan model keputusan alternatif (*alternative judgment model*), karena model penyesuaian keyakinan seperangkat prediksi yang unik. Secara khusus, model penyesuaian keyakinan memprediksikan tidak ada pengaruh urutan (*no order effects*) untuk bukti-bukti yang bersifat konsisten (keseluruhan negatif atau keseluruhan negatif) tetapi pengaruh resensi (urutan) terjadi ketika individu memperoleh bukti yang beragam (beberapa negatif dan beberapa positif). Sedangkan *strategic reference point theory* merupakan teori dari psychology yang menjelaskan bahwa dalam lingkungan yang kompleks pembuat keputusan cenderung mempertimbangkan tiga faktor utama untuk pengambilan keputusan yaitu: faktor internal, eksternal dan dimensi waktu (masa lalu, sekarang, dan masa mendatang).

Dalam penelitian ini, besarnya *net operating asset* diukur sebagai perbedaan di neraca antara seluruh *asset* operasi dan seluruh kewajiban operasi, ukuran yang dapat mendorong optimisme *investor*. *Investor* akan *overvalue* terhadap perusahaan yang memiliki *net operating asset* yang tinggi dan *undervalue* terhadap perusahaan yang memiliki *net*

operating asset yang rendah. Perusahaan dengan *net operating asset* yang tinggi akan cenderung memiliki investasi kumulatif masa lalu yang tinggi. Jika investasi melebihi kas yang dimiliki, maka akan terdapat pembiayaan eksternal. Untuk dapat mendeskripsikan bagaimana *investor* memanfaatkan informasi *net operating asset* untuk memprediksi kinerja keuangan di masa depan, digunakan pendekatan Mishkin untuk menguji apakah pasar secara efisien membebankan *net operating asset* kepada akrual operasi dan arus kas dalam memprediksi earnings satu tahun kemudian. Pada pengujian Mishkin, kemampuan tambahan *net operating asset* untuk memprediksi *return* di masa depan disebabkan karena mispersepsi *investor* tentang kemampuan *net operating asset* dan variabel lainnya untuk memprediksi earnings di masa depan.

Ukuran perusahaan merupakan nilai pasar deri modal saham biasa, yang diukur deri harga penutupan pada akhir tahun dikali dengan jumlah saham beredar, sementara *book to market* merupakan nilai buku deri saham biasa dibagi dengan nilai pasar saham biasa. Abnormal *return* digunakan sebagai tolok ukur berbasis karakteristik untuk mengontrol *return* yang berhubungan dengan ukuran dan *book to market*. Pertumbuhan EPS dan arus kas dapat menjadi informasi atas kondisi bisnis yang baik prospek perusahaan di masa depan. Rata-rata earnings lebih tinggi pada perusahaan dengan NOA tinggi, yang menunjukkan kejayaan atau kelesuan dimasa lalu. Penelitian Hirshleifer (2004) menunjukkan bahwa *investor* cenderung untuk undervalue ketika laporan keuangan menunjukkan cash value added. Disamping itu perusahaan, media dan pembuat kebijakan harus mempertimbangkan cara yang memungkinkan agar informasi neraca bisa terlihat jelas dan transparan bagi *investor*.

D. Hasil Uji Empiris Investor Belief

Dalam proses pemilihan saham, analisis fundamental digunakan untuk analisis terhadap kinerja dan prospek perusahaan. Asumsinya *value of the firm*, yaitu nilai perusahaan tercermin dalam harga sekuritas (Nofsinger, 2005). Disamping itu Scott (2009) dan Beaver (1989) menyatakan informasi keuangan mempunyai kandungan informasi jika membantu *investor* merevisi keyakinan dalam pembelian atau penjualan saham. *Investor* merevisi keyakinan mengenai harapan *earning* yang diinginkannya dan diproksikan pada perubahan harga dan volume perdagangan saham. Ketika *investor* menerima informasi baru, *investor* merubah keyakinan dan membuat pilihan. Hal ini menunjukkan *investor* tidak hanya memproses informasi tetapi juga cukup mendapatkan informasi.

Ferris *et al.* (1990) menunjukkan pengguna tidak mempunyai keyakinan terhadap manfaat informasi keuangan menghasilkan informasi resiko. Informasi keuangan menunjukkan kinerja, prospek, potensi risiko, dan nilai perusahaan tetapi informasi tersebut

tidak memberikan sikap negatif karena pengguna mengurangi ketergantungan pada kinerja perusahaan karena kurang pentingnya ukuran risiko keuangan dan cenderung melakukan perdagangan spekulatif. Studi berbeda dihasilkan Beaver *et al.* (1970), Lee (1999), dan Koonce *et al.* (2004), pengguna mempunyai keyakinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan, *illikuid*, kondisi keuangan mengkhawatirkan sehingga mempunyai persepsi berisiko. Pengguna mengendalikan risiko *unsystematis* dengan diversifikasi saham dari variasi jenis perusahaan, industri, dan komposisi. Sehingga pengguna mengambil sikap terhadap risiko berdasarkan preferensi terhadap risiko, yaitu *risk averter*, *risk seeker*, atau *risk neutral*.

Persepsi risiko mencerminkan pandangan tentang potensi *loss* pada item laporan keuangan sehingga saham perusahaan berisiko (Koonce *et al.*, 2004). Persepsi risiko menunjukkan kondisi mengkhawatirkan dari kinerja dan prospek perusahaan yang buruk. Sehingga, pengguna melakukan evaluasi kinerja saham. Bilamana kinerja saham buruk akan dijual dan direvisi dengan saham yang memiliki kinerja prospek bagus. Akibatnya niat dalam pemilihan saham tinggi (Chen dan Steiner, 1990; Gibson *et al.*, 1997). Hasil studi berbeda ditunjukkan Hsu and Chiu (2004) bahwa pengguna tidak memperhatikan konsekuensi yang tidak diinginkan dalam niat untuk bertindak.

Chen and Hsu (2005) membuktikan informasi *company news* dan *advice* memberikan kontribusi lebih tinggi daripada informasi laporan keuangan dalam mengubah keyakinan dan tindakan *investor*. Pengguna laporan keuangan bertindak *naive* karena tidak dapat menganalisis informasi keuangan sehingga tidak berguna dalam pengambilan keputusan. Sementara Eipstein (1975), Easton and Zmijewski (1989), Beaver (1989), Barberis and Thaler (2003), Stuerke (2005), serta Scott (2009) menunjukkan *investor* mempunyai keyakinan awal tentang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Dengan informasi baru yang diterbitkan akan membantu dalam merubah keyakinan awal yang sudah ditetapkan mengenai harapan *earning* yang diinginkan dan membuat pilihan yang secara normatif diterima. Pengguna mendapatkan dan memproses informasi secara benar. Perubahan keyakinan diproses dari perubahan harga dan volume perdagangan saham. Hasilnya informasi bermanfaat karena mendorong *investor* mengubah keyakinan dan tindakannya.

Proses pengambilan keputusan adalah rasional dan tergantung pada *return* yang diinginkan untuk memaksimalkan utilitas. Pengambilan keputusan pemilihan saham menerapkan kemampuan dalam memproses informasi, menerapkan pengetahuan, *attention* terhadap persoalan investasi, tindakan melakukan pilihan dari berbagai alternatif, pertimbangan preferensi *return*, dan melakukan pengambilan keputusan. Pertimbangan preferensi *return* memberikan suatu bentuk *return* yang diinginkan oleh analisis efek. Karena

maksimalisasi utilitas, maka tujuan investasi adalah *return* berdasarkan subyektifitas pelaku pasar. Sehingga ada pilihan untuk memperoleh keuntungan dalam bentuk *capital gain*, *dividen*, atau keduanya. Hal ini menunjukkan tingkat utilitas yang diharapkan dan bersifat individual. Preferensi analis efek yang berbeda, sehingga analis efek akan mempunyai fungsi utilitas yang berbeda pula (Nagy and Obenberger, 1994).

Baker Wurgler (2007) menggunakan pendekatan sentimen *investor* dalam melihat bagaimana faktor psikologis *investor* bisa membuat bias sehingga mempengaruhi keputusan yang diambil. Hal ini tercermin salah satunya melalui *return* saham individu dan *return market* yang terbentuk. Sentimen *investor* dapat terjadi akibat kapitalisasi saham yang rendah, perusahaan yang kurang *profitable*, fluktuasi harga yang tinggi, tidak adanya pembayaran *dividend*, dan perusahaan yang mengalami *Financial distress*.

Penelitian Chan & Chen (1991) serta Fama & French (1992) menunjukkan adanya anomaly pasar yaitu terjadinya *return* yang lebih tinggi untuk saham-saham kecil dan saham perusahaan yang relatif mengalami *distress*. Hal ini diuji kembali oleh Aggarwal (2008) yang menunjukkan bahwa *risk premium* berkaitan dengan *asset* yang dimiliki perusahaan dan nilai kapitalisasi perusahaan. *Investor* akan bersikap underreaksi terhadap risiko bangkrut sehingga saham perusahaan akan mengalami *risk premium* yang negatif. Jika pasar underreaksi terhadap risiko bangkrut, perusahaan *distress* akan memiliki *return* yang rendah di awal tahun. *Return* rendah ini akan berlanjut ke masa depan dan perusahaan yang mengalami *financial distress* akan terus mengalami *risk premium* yang negatif.

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul

Universitas
Esa Unggul



BAB VII

KAJIAN EMPIRIS FINANCIAL PERFORMANCE TERHADAP INVESTOR BELIEF

A. Pengujian Faktor Kinerja Keuangan yang Mempengaruhi Laba Perusahaan

Hasil olahan data menunjukkan bahwa informasi keuangan yang dapat membedakan perusahaan yang memperoleh laba positif atau negatif adalah net operating asset, pertumbuhan earning per share, fixed assets turnover dan keputusan pendanaan atas asset.

Dengan demikian model yang dapat dibentuk adalah :

$$P(1/0) = 0,692 + 0,484 \text{ DNOA} + 0,036 \text{ GEPS} + 0,162 \text{ FATO} - 1,419 \text{ DAR}$$

Parameter Estimates

	Parameter	Estimate	Std. Error	Z	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
PROBIT ^a	dnoa	.484	.229	2.111	.035	.035	.934
	cap	.047	.072	.654	.513	-.095	.189
	pbv	.014	.019	.736	.462	-.023	.051
	geps	.036	.014	2.513	.012	.008	.063
	fato	.162	.050	3.221	.001	.063	.261
	dar	-1.419	.270	-5.261	.000	-1.948	-.890
	gebit	.000	.009	-.016	.987	-.018	.018
	dpr	.714	.679	1.051	.293	-.617	2.046
	beta	-.004	.041	-.099	.921	-.085	.077
	Intercept	.692	1.055	.656	.512	-.363	1.746

a. PROBIT model: PROBIT(p) = Intercept + BX

Pearson goodness of fit menunjukkan bahwa model fit dengan data. Hasil statistik menunjukkan nilai sig = 0,984 yaitu berada di atas 0,05.

Chi-Square Tests

		Chi-Square	df ^a	Sig.
PROBIT	Pearson Goodness-of-Fit Test	321.694	378	.984

a. Statistics based on individual cases differ from statistics based on aggregated cases.

Hasil olahan data yang menunjukkan ada perbedaan nyata antar grup. Hasil penelitian membuktikan bahwa terdapat perbedaan nyata atas net operating asset, pertumbuhan EPS,

dan pendanaan asset antara perusahaan yang memiliki laba positif dan negatif, dan perbedaan ini juga direaksikan berbeda oleh investor. Dengan kata lain net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset memberikan perbedaan investor belief. Akan tetapi untuk fixed asset hanya hasil uji dengan pillai's trace saja yang memberikan bukti terdapat perbedaan investor belief terhadap informasi net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset, sementara yang pengujian lainnya tidak.

Multivariate Tests^a

Effect	Value	F	Hypothesis df	Error df	Sig.	
Intercept	Pillai's Trace	.449	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Wilks' Lambda	.551	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Hotelling's Trace	.815	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Roy's Largest Root	.815	364.243 ^b	2.000	894.000	.000
	Pillai's Trace	.091	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
Dnoa	Wilks' Lambda	.909	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Hotelling's Trace	.100	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Roy's Largest Root	.100	44.481 ^b	2.000	894.000	.000
	Pillai's Trace	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Wilks' Lambda	.994	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
Geps	Hotelling's Trace	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Roy's Largest Root	.006	2.830 ^b	2.000	894.000	.060
	Pillai's Trace	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Wilks' Lambda	.998	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Hotelling's Trace	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
Fato	Roy's Largest Root	.002	.774 ^b	2.000	894.000	.461
	Pillai's Trace	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Wilks' Lambda	.987	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Hotelling's Trace	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003
	Roy's Largest Root	.013	5.737 ^b	2.000	894.000	.003

a. Design: Intercept + dnoa + geps + fato + dar

b. Exact statistic

Hasil pengujian untuk tiap variabel juga membuktikan bahwa terdapat perbedaan net operating asset, pertumbuhan EPS, dan pendanaan asset pada perusahaan yang mengalami laba positif dan negatif. Hal ini juga membedakan investor belief. Sementara untuk perputaran fixed asset tidak dapat membedakan perusahaan yang mengalami laba positif dan negatif dan tidak membedakan investor belief.

Tests of Between-Subjects Effects

Source	Dependent Variable	Type III Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	Dpat	14.721 ^a	4	3.680	28.348	.000
	Dcaar	2.420 ^b	4	.605	2.480	.043
Intercept	Dpat	85.999	1	85.999	662.449	.000
	Dcaar	23.606	1	23.606	96.778	.000
Dnoa	Dpat	10.822	1	10.822	83.359	.000
	Dcaar	2.164	1	2.164	8.871	.003
Geps	Dpat	.733	1	.733	5.650	.018
	Dcaar	.000	1	.000	.001	.978
Fato	Dpat	.122	1	.122	.939	.333
	Dcaar	.125	1	.125	.514	.474
Dar	Dpat	1.480	1	1.480	11.398	.001
	Dcaar	.001	1	.001	.006	.939
Error	Dpat	116.189	895	.130		
	Dcaar	218.309	895	.244		
Total	Dpat	741.000	900			
	Dcaar	388.000	900			
Corrected Total	Dpat	130.910	899			
	Dcaar	220.729	899			

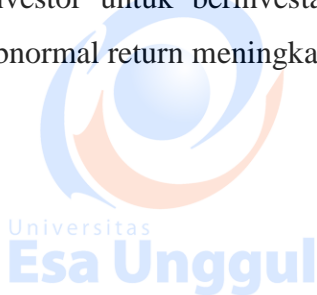
a. R Squared = .112 (Adjusted R Squared = .108)

b. R Squared = .011 (Adjusted R Squared = .007)

Hasil penelitian ini memberikan bukti untuk mendukung teori signaling bahwa informasi keuangan dapat menjadi sinyal kemungkinan perolehan laba perusahaan ke masa depan sehingga akan mempengaruhi investor believe. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori struktur modal dengan pendekatan *modigliani-miller*. Pendekatan tersebut menyatakan bahwa nilai total perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan, melainkan dipengaruhi oleh investasi yang dilakukan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Sudana, 2015).

Hasil penelitian ini mendukung teori prospek. Berdasarkan teori tersebut, orang memiliki kecenderungan irrasional untuk lebih enggan mempertaruhkan keuntungan dari pada kerugian. Apabila seseorang dalam posisi untung maka orang tersebut cenderung untuk menghindari risiko, sedangkan apabila seseorang dalam posisi rugi maka orang tersebut cenderung untuk berani menghadapi risiko. Dalam kenyataannya, pasar saham memang banyak dipengaruhi oleh psikologi pasar atau "*animal spirit*" yang mengikuti aturan yang tidak logis (Samsul, 2006).

Komponen produk perusahaan sektor manufaktur 30 sampai 40 persennya adalah impor sehingga melemahnya nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar akan mempengaruhi biaya produksi dan operasi perusahaan. Selama periode penelitian dollar mengalami depresiasi yang tergolong ringan. Dengan adanya kestabilan nilai tukar rupiah terhadap dollar membuat perusahaan sektor manufaktur mampu menghasilkan target pertumbuhan penjualan yang berdampak pada peningkatan kinerja perusahaan. Semakin baiknya kinerja perusahaan dalam menghasilkan penjualan maka akan menarik minat investor untuk berinvestasi. Hal ini menunjukkan adanya sinyal good news sehingga abnormal return meningkat.



DAFTAR PUSTAKA

- Aggrawal, Vineet dan Richard Thaffler. 2005. "Does the Financial Distress Factor Drive The *Momentum Anomaly*?", Paper presented in The Financial Faculty Seminar Series at City University Business School London, p.1-35.
- Ajayi, Richard, A. and Mboja Mougoue. 1996. "On The Dynamic Relation Between Stock Prices and The Exchange Rate". *Journal of Financial Research*, Vol. XIX, No.2, p.193-207
- Ajzen, Icek, 1988. *The Theory of Planned Behavior*, **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 50 (2).
- Bacman G Robert dan Iverson David. (1998). Short-run *Overreaction* in The New Zealand Stock Market. *Pacific Basin Finance Journal*., Volume 6. 475- 49.
- Ball, R., Kothari, S., 1991. *Security returns around earnings announcements*. *The Accounting Review* 66, 718-738.
- Barber, B.M., & Odean, T. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: the Common Stock Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*, 773-806.
- Barber, B.M., & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, *Overconfidence*, and Common stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barberis, Nicholas, and Thaler, Richard, (2003). *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science.
- Barberis, Nicholas, and Thaler, Richard, 2003, ***Handbook of the Economics of Finance***, Elsevier Science.
- Barth, M., Beaver, W., Landsman, W., 1998. *Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health*. *Journal of Accounting and Economics* 25, 1-34.
- Beaver, W.H., 1989. ***Financial Reporting: An Accounting Revolution***, Second Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.
- Beaver, W.H., Kettler, P., and Scholes, M., 1970. *The Association between market determined and accounting determined risk measures*, ***The Accounting Review***, Vol. 6, pp. 654 - 682.
- Beaver, W.H.1989. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Second Edition, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall.
- Biais, B., Hilton, D., Mazurier, K., & Pouget, S. (2002). Psychological Traits and Trading Strategies. C.E.P.R. Discussion Papers 3195.
- Bloomfield, R., Robert, L., & Nelson, M. (1999). Confidence and Welfare of Less Informed Investors. *Accounting, Organizations and Society*, 24, 623-47. Business and Economic Research, California State University.

- Bradshaw, M., Richardson, S., Sloan, R., 2000. *Do analysts and auditors use information in accruals?* *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Bruns, William J. Jr., 1968. *Accounting Information and Decision Making: Some Behavioral Hypotheses*, *The Accounting Review*, July, pp. 469-480.
- Charness, G., & Gneezy, U. (2003). *Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment*. Working Paper. [Online] Available: <http://papers.ssrn.com>.
- Charness, Gary, Gneezy, 2003. *Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment*, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 51, June, pp. 161
- Chen, Carl R and Steiner, Thomas L. 1990. *Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*. *The Financial Review*. Vol 34, pp. 119-136
- Chen, Carl R and Steiner, Thomas L. 1990. *Managerial Ownership and Agency Conflict : A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*. *The Financial Review*. Vol 34, pp. 119- 136
- Chen, S., and Hsu, K. 2005. ***Perceived usefulness of annual reports and other information***, Paper presented in the Research Forum Session at the annual meeting of the American Accounting Association, San Francisco.
- Cheng, P.Y.K. (2007). *The Trader Interaction Effect on the Impact of Overconfidence on Trading Performance: An Empirical Study*. *Journal of Behavioral Finance*, 8(2), 59-69.
- Chow, Wing S. and Lai Sheung Chan. (2008). *Social network, social trust and shared goals in Corporate Annual Reports*, *Corporate Ownership and Control*, 1, pp. 61-71.
- Chow, Wing S., Lai Sheung Chan, 2008, *Social Network, Social Trust and Shared Goals in Organizational Knowledge Sharing, Information & Management*, Volume 45, Issue 7, November 2008, Pages 458-465, Elsevier.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam. 1998. "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance* 53, p. 1839-1885.
- Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. (1998). *Investor Psychology and Security Market Under and Overreaction*. *Journal of Finance*, 53 (6), 1839-1885. decomposed theory of planned behaviour, *Behaviour & Information Technology*, 23(5): 359-373.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., Teoh, S., 2002. *Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications*. *Journal of Monetary Economics-Carnegie/Rochester Conference on Public Policy* 49, 39-209.
- Daniel, Kent, and Sheridan Titman. 1997. "Evidence on the Characteristics of Cross-Sectional Variation in Stock Returns". *Journal of Finance* 52, p.1-33.
- DeBondt, W., Thaler, R., 1985. *Does The Stock Market Overreact?* *Journal of Finance* 40, 793-805.

-
- DeBondt, Werner F.M., and Richard H. Thaler. 1985. "Does the Stock Market Overreact". *Journal of Finance* 40, p. 793-805.
- DeBondt, Werner F.M., and Richard H. Thaler. 1987. "Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality", *Journal of Finance* 42, p. 557-581.
- Easton, P.D., and M.E. Zmijewski, 1989. *Cross Sectional Variation In The Stock-Market Response to Accounting Earnings Announcement*, *Journal of Accounting and Economics*, July, pp 117-141.
- Epstein, M.J. 1975. *The Usefulness of Annual Reports to Corporate Shareholders*. Los Angeles Bureau of Business and Economic Research, California State University.
- Fama, E., French, K., 1995. *Size and book-to-market factors in earnings and returns*. *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama, E., MacBeth, J., 1973. *Risk, return and equilibrium: empirical tests*. *Journal of Political Economy* 81, 607-636
- Fama, Eugene F. , and James D. MacBeth. 1973. "Risk, return and equilibrium: Empirical tests", *Journal of Political Economy* 81, p. 607-636.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1993. "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics* 33, p. 3-56.
- Fama, F Eugene. (1997). *Market Efficiency, Long-Term Return and Behavioral Finance*. *Journal of Finance*.
- Ferris, K. R., Hiramatsu, K., and Kimoto, K., 1990. *Accounting Information and Investment Risk Perception in Japan*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1 (3), pp. 232 - 243.
- Fishbein, Martin, and Ajzen, Icek, 1975. *Belief, Attitude, Intention, and Behavior: An Introduction to Theory and Research*, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be Overconfident. *Review of Financial Studies*, 14(1), 1-27.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gooding, W.E dan O'malley, 1977." *Market Phase and The Stationerity of Beta*", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Graham, J., Harvey, C. & Huang, H. (2006). Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias. Working Paper. [Online] Available: <http://papers.ssrn.com>
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. 2009. "Sensation Seeking, Overconfidence, and Trading Activity". *Journal of Finance*, 549-578.
- Hailu, Getu, Ellen W. Goddard, and Scott R. Jeffrey, 2004. *Do Decision Makers Debt-risk Attitudes Affect the Agency Costs of Debt?*, *Annual meeting of the Canadian Agricultural Economics Society*, Halifax, June,

- Hartono, Jogyanto, 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 5, Yogyakarta: BPFE.
- Hirshleifer, D., Teoh, S., 2003. *Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting*. *Journal of Accounting and Economics* 35, 337-386.
- Hogart, R., and H., Einhorn, 1992. *OrDAR Effect in Belief Updating: The Belief-adjustment model*, *Cognitive Psychology*, 24(1), pp 1-55.
- Hsu, Meng-Hsiang, and Chao-Min Chiu, 2004. *Predicting Electronic Service Continuance With a Decomposed Theory of Planned Behaviour*, *Behaviour & Information Technology*, 23(5): 359-373.
- Iswanderi, Lucia, 2001, "Pembalikan Harga di Bursa Efek Jakarta". *Kompak*, Nomer 3.
- Jegadeesh, N., 1990. *Evidence of predictable behavior of security returns*. *Journal of Finance* 45, 881-898.
- Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. *Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency*. *Journal of Finance* 48, 65-91.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. 1993. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", *Journal of Finance* 48,p.65-91.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. 2001."Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations", *Journal of Finance* 56,699- 720.
- Jogyanto, 2000, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, Yogyakarta : BPFE.
- Jones, C.P, 1996. *Investments Analysis and Managements*, New York: John Wiley & Sons, Inc., 8th Edition.
- Keown, J Arthur, Martin, D John, Petty, J William & Scott, F David.2008. *Manajemen Keuangan*, Jakarta : PT. Indeks.
- Kirchler, E., & Maciejovsky, B. (2002). Simultaneous Over and Underconfidence: Evidence from Experimental Asset Markets.*Journal of Risk and Uncertainty*, 25(1), 65-85.
- Klayman, J., Soll, J. B., González-Vallejo, C., &Brilas, S. (1999). *Overconfidence: It Depends on How, What, and Whom You Ask*. *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 79(3), 216-47.
- Koonce, Lisa, and Mercer, Molly, 2004, *Using Psychology Theories in Archival Financial Accounting Research*, *Journal of Accounting Literature*, pp 175-190.
- Kopcke, Richard W;Rutledge, Matthew. 2004, "Stock Prices and the Equity Premium during the Recent Bull and Bear Markets", *New England Economic Review*, 2004, pg. 63.
- Kothari, S., 2001. *Capital markets research in accounting*. *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231.
- Kothari, S., Sabino, J., Zach, T., 2005. *Implications of data restrictions on performance measurement and tests of rational pricing*. *Journal of Accounting and Economics* 438, this issue.

- Kufepaksi, M. (2007). The Contribution of Self-Deceptive Behavior on Price Discovery: An Experimental Approach. Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference, Melbourne, Australia, 56-66.
- Lee, Charles, and Bhaskaran Swaminathan. 2000." *Price momentum and trading volume*". *Journal of Finance* 55, 2017-2069.
- Legowo, Herman dan Mas'ud Machfoedz. (2002). Efisiensi Pasar Modal Perbandingan pada Dua Periode yang Berbeda Dalam Pasar Modal Indonesia. Bunga Rampai Kajian Teori Keuangan. Yogyakarta: BPF – UGM.
- Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1977). Do Those Who Know More Also Know More About How Much They Know. *Organizational Behavior and Human Performance*, 20(2), 159-83. *Management Science* (40:4), pp. 440-465.
- Lo A dan Mackinlay A Craig., 1990." *When Are Contrarian Profits Due to Stock Market*
- Mansouri, Reza, and Ansari. 2012," *Momentum Returns in Tehran Stock Exchange: The Influences of Size and Liquidity*", *International Business Research*; Vol. 5, No. 11
- Nagy Robert A. dan Obenberger Robert W, 1994, "*Factors Influencing Individual Investor Behavior*," *Financial Analysts Journal*, pp. 63-68
- Nasution, Bismar. (2001). *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*. Jakarta: Penerbit Universitas Indonesia.
- Nofsinger, John R., 2005, *The Psychology of Investing*, Pearson Education, Second Ed., NJ: Upper Saddle River.
- Odean, T. (1999). Do Investors Trade Too Much. *The American Economics Review*, 89(5), 1279-98.
- Pathirawasan, Chandrapala, et al.. 2011, "Momentum Anomaly in Emerging Stock Markets: Some Empirical Evidence from The *Colombo Stock Exchange*", *Economic Management and Financial Markets*, pp.92-104.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*. John Wiley & Sons Inc. New Jersey.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., 2003. *Information in Accruals About The Quality of Earnings*. Working paper, University of Michigan.
- Ritter Jay. R, "*Behavioral Finance*," *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11, No 4, (September 2003), pp. 429-437
- Scott, William R., 2009. *Financial Accounting Theory*, 5rd ed, Toronto: Pearson Education Canada Inc.
- See J. Von Neumann dan O. Morgenstern, 1947, "*Theory of Games and Economic Behavior*", Princeton: Princeton University Press
- Sembel, Roy.(2001). *Rahasia Manekin*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Simanungkalit, Panagian. (2004). *Bisnis Properti Menuju Crash Lagi?*. Jakarta: Pusat Studi Properti.

Sloan, R., 1996. *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?* *The Accounting Review* 71, 289-315.

Stuerke, Pamela S., 2005, *Financial Analysts As Users of Accounting Information: Evidence about Forecast Revision Activity After Earnings Announcements*, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 1 (1), pp. 8-24.

Teoh, S., Wong, T., 2002. *Why new issue and high-accrual firms underperform: the role of analysts' credulity*. *Review of Financial Studies* 15, 869-900.

Thomas, J., Zhang, H., 2002. *Inventory changes and future returns*. *Review of Accounting Studies* 7, 163-187.

Ying, Zheng.2010, "Abnormal Trading Volume, Stock Returns, and The Momentum Effects", proquest

Zhang, Y., 2004. *Net operating assets As Predictor of Future Stock Returns: An Industry Analysis*. Working paper, The Ohio State University.

