

# The 1<sup>st</sup> Annual Conference & Declaration

## Indonesian Finance Association (IFA) 2015



14-15 January  
2015  
Solo Paragon Hotel  
Solo  
Indonesia

## "FINANCE IN EMERGING ECONOMIES: GROWTH, PROSPERITY, AND STABILITY"

### Workshop

"Research in Finance & Banking" &  
"How to Get Published in Leading Journals in Finance"



Prof. Iftekhar Hasan  
Editor Journal of Financial Stability/Fordham University, US



Prof. Ghon Rhee  
Editor Pacific-Basin Finance Journal/University of Hawaii, US



Prof. Fariborz Moshirian \*  
University of New South Wales



Dr. Asli Demirguc Kunt \*  
World Bank



Prof. Yupana Wiwattanakantang  
National University of Singapore



Prof. Amine Tarazi  
University of Limoges, France

### Declaration of Indonesian Finance Association (IFA)

14 January 2015

Gala Dinner with Jazz Performance

### Registration Fee:

Rp 1.500.000,- for Presenter  
Rp 1.000.000,- for Non-presenter

### Information:

Ibrahim (Phone: 0856 0091 6660)  
Isna (Phone: 0856 263 2980)  
Indra (Phone: 0811 264 9494)

### Call for Papers Sub Topics

Asset Pricing Theory, Behavioral Asset Pricing,  
Corporate Finance Empirical, Corporate Finance Theory,  
Corporate Governance, Corporate Social Responsibility,  
Banking, Derivative, Emerging Capital Markets,  
Empirical Asset Pricing, Financial Intermediation,  
Financial Crisis, International Finance, Islamic Finance,  
Market Microstructure.

### Important Dates

Paper submission's deadline : 15 November 2014  
Decision communication : 30 November 2014  
Deadline for registration : 30 December 2014

### Submission Procedure:

- Only completed paper would be considered.
- Paper should be submitted via website: [ifaconference.org](http://ifaconference.org)
- Paper could be written in English or Bahasa Indonesia.

### Scientific Committee:

Prof. Kose John (New York University, USA)  
Prof. Iftekhar Hasan (Fordham University, USA – Journal of Financial Stability)  
Prof. Anthony Saunders (New York University, USA)  
Prof. Amine Tarazi (University of Limoges, France)  
Prof. Ghon Rhee (University of Hawaii, USA – Pacific-Basin Finance Journal – President, Asian Finance Association)  
Prof. Bill Francis (Rensselaer Polytechnic Institute, USA)  
Prof. Laurent Weill (University of Strasbourg, France)  
Prof. Maximilian J.B. Hall (Loughborough University, UK)  
Prof. Michael Koetter (Frankfurt School of Finance and Management, Germany)  
Prof. Clas Wihlborg (Chapman University, USA)  
Prof. Thorsten Beck (City University of London, UK)  
Prof. Sris Chatterjee (Fordham University, USA)  
Prof. Haider Ali Khan (Denver University, USA)  
Prof. Eduardus Tandellin (Universitas Gadjah Mada)  
Prof. Manwan Asri (Universitas Gadjah Mada)  
Dr. Susid Hutnan (Universitas Gadjah Mada)  
Dr. Anfin Angrawan (Purdue University Calumet, USA)  
Dr. Rokhoh Rokhim (Universitas Indonesia)  
Dr. Irwan Adi Ekaputra (Universitas Indonesia)  
Dr. Irwan Trinugroho (Universitas Sebelas Maret)  
Dr. Mamduh M. Hanafi (Universitas Gadjah Mada)  
Dr. Zaefri A. Husodo (Universitas Indonesia)  
Dr. Moch. Diddy Ariefianto (Lembaga Penjamin Simpanan dan Universitas Ma Chung)  
Dr. Candra Chahyadi (Eastern Illinois University, USA)  
Dr. Muhammad Agung Prabowo (Universitas Sebelas Maret)  
Dr. Rahmat Setiawan (Universitas Airlangga)  
Dr. Rahmat Sudarsana (Universitas Padjadjaran)  
Dr. Wendy (Universitas Tarungpura)  
Dr. Agusman (Bank Indonesia)  
Dr. Fitri Ismiyanti (Universitas Airlangga)  
Dr. Iman S. Sursawinata (STEI)  
Dr. Bramantyo Djohanputro (PPM Manajemen)  
Dr. Pottu Anom Mahadewarta (Universitas Surabaya)  
Dr. Hermendito Kaaro (Universitas Widya Mandala)  
Dr. Tri Gunarsih (Universitas Teknologi, Yogyakarta)  
Prof. Niki Lukviarman (Universitas Andalas)

website: [ifaconference.org](http://ifaconference.org)

email: [panitia@ifaconference.org](mailto:panitia@ifaconference.org)



# UNIVERSITAS SURABAYA

## FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA

Jalan Raya Kalirungkut, Surabaya, 60293, Jawa Timur, Indonesia  
Telp. +62 31 2981235, Fax. +62 31 2981239  
Email. ekonomi@ubaya.ac.id

### SURAT TUGAS

Nomor: 500/ST/FBE/VII/2023

Dengan ini menugaskan kepada:

Nama : Dr. Putu Anom Mahadwartha  
NPK : 206025  
Unit Kerja : Fakultas Bisnis dan Ekonomika  
Jabatan Fungsional : Lektor Kepala - 400  
Jabatan Struktural : Dekan Fak. Bisnis dan Ekonomika

Tugas : As Presenter in The 1st Annual Conference Indonesian  
Finance Association (IFA)  
Tempat : Solo Paragon Hotel and Residences  
Waktu : 14-01-2015 s.d 15-01-2015  
Biaya : -

Demikian, harap dilaksanakan sebaik-baiknya.

Mengetahui  
Wakil Rektor I

Surabaya, 20-07-2023  
Wakil Dekan Fak. Bisnis Ekonomika



Prof. Dr.rer.nat. Maria Goretti Marianti Purwanto Fidelis Arastyo Andono, Ak., Ph.D.

Tembusan:

- Ketua LPPM
- Direktur Sumberdaya Manusia

**BIAS REPRESENTATIVENESS DENGAN PENDEKATAN TREND DAN SEQUENCES: PENGUJIAN OVERVALUE/UNDERVALUE, MOMENTUM, DAN REVERSAL RETURN<sup>\*)</sup>**

Putu Anom Mahadwartha, anom@staff.ubaya.ac.id

Bertha Silvia Sutejo, bertha@staff.ubaya.ac.id

Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

**Abstract**

This research examines momentum and reversal on stock return using past price movement of three categories of portfolio. Psychological bias named as representativeness bias will occur based on trending and non-trending portfolio of winners and losers with a confirm and disconfirm on momentum and reversal. The research will provides an explanation on representativeness bias on Indonesian capital market with focused of momentum and reversal. The research uses time series data of 7410 firms year observation and after several test, excluded around 3660 firms year observation because of lack of data, missing data, and uncommon price movement. Result showed that disconfirming pattern appears on winners portfolio if using Sales and Operating Income as proxies of performance. It will become confirming if using Net income as proxy for performance. This concluded investors that only sees latest information (net income) rather than first information (sales, and operating income), even if the proxies all are in accrual basis. On the other side, investors will always view losers portfolio as a losers portfolio, and it is consistent with three performance proxies. However, for a non-trend portfolio, investor less likely to perform as bias representative investors.

Keywords: bias, *representativeness*, *trend*, kinerja

JEL: F65, G02, G11

\*) Terimakasih atas pendanaan penelitian ini dengan dana Hibah Desentralisasi melalui Skema Hibah Penelitian Fundamental, Dirjen DIKTI 2014; terimakasih pula kepada para reviewer, dan kolega dosen di Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya atas saran dan masukannya.

## 1. Latar Belakang

Bias dalam kemampuan pemrosesan informasi yang merupakan salah satu varian dalam *representativeness* menjadi dasar dalam model inefisiensi pasar. Daniel, Hirshleifer, dan Teoh (2002) melakukan survei atas literatur tentang bias kemampuan pemrosesan informasi dan menyimpulkan bahwa teori *systematic mispricing* menjadi dasar untuk *representativeness*. Kinerja keuangan masa lalu perusahaan merupakan penyebab timbulnya *representativeness*. Penelitian ini berargumen bahwa *trend* dan urutan peristiwa (*sequences*) dalam kinerja keuangan akan mampu menjelaskan pola *representativeness*. *Trend* kinerja perusahaan seperti pertumbuhan tinggi, pertumbuhan rendah, dan tanoa *trend* akan menjadi model kategorisasi dalam pemrosesan informasi.

Penelitian ini berfokus kepada pengujian hipotesis *representativeness* dengan menggunakan *trend* dan urutan peristiwa dari kinerja keuangan masa lalu perusahaan. Tversky dan Kahneman (1974) berpendapat bahwa konsistensi dari *trend* masa lalu akan mempengaruhi kategorisasi investor. Investor akan berekspektasi bahwa urutan peristiwa yang disebabkan oleh proses yang random akan menjadi acuan yang meyakinkan investor (suatu informasi yang representatif) walaupun proses tersebut dalam periode yang pendek.

Penelitian ini mempunyai dua permasalahan utama yaitu:

- a. Apakah pola *trend* kinerja keuangan akan membentuk pola kategorisasi yang konsisten sehingga investor mengalami *underreaction* atau *overreaction*?
- b. Apakah kinerja keuangan yang konsisten selama 4 kuartal (per tahun) atau 5 tahun akan menghasilkan *momentum* return ketika observasinya terkonfirmasi (*confirming*) dan akan mengalami pembalikan (*reversal*) ketika observasinya tidak terkonfirmasi (*disconfirming*)?

Pengujian dengan menggunakan data keuangan (data sekunder) pada topik keuangan keprilakuan masih sangat sedikit dilakukan dalam konteks Indonesia. Penelitian ini menguji ide baru dalam pemahaman mengenai *trend* dan *sequences* yang menyebabkan adanya pola *representativeness* dalam pemrosesan informasi dari investor.

## 2. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

Hirshleifer (2001) berargumen bahwa manusia cenderung akan memberikan putusan yang bias karena adanya keterbatasan waktu, dan kognisi sehingga secara langsung mereka akan menggunakan pola *heuristic* seperti *representativeness*. *Representativeness* menurut Hirshleifer (2001) merupakan pola manusia dalam mengkategorisasi sesuat berdasarkan kesamaan karakteristik tertentu. Argumen ini sesuai dengan Tversky dan Kahneman (1974)

yang menjelaskan bahwa fokus kepada kesamaan (*similarities*) akan mengalihkan pola pikir rasional dengan beberapa cara, antara lain kesulitan dalam menentukan *base rate*, gagal dalam memperhitungkan ukuran sampel atau kegagalan dalam memasukan unsur-unsur penjelasan kualitatif dalam klasifikasi dan prediksi, serta keinginan yang kuat untuk melakukan pembedaan akan mendorong kegagalan dalam menyadari bahwa kejadian atau karakteristik yang *extraordinary* akan sulit terulang dimasa depan.

Penelitian ini akan menguji pola bias *representativeness* dengan mengkategorisasi sampel perusahaan berdasarkan urutan kinerja masa lalu yang menyebabkan investor mengalami bias ekspektasi kinerja masa depan perusahaan. Penelitian ini bertumpu kepada asumsi dasar bahwa investor memiliki kecenderungan irasional dalam mengambil keputusan investasi. Seperti penelitian Barberis, Shleifer, dan Vishny (1998) mengasumsikan bahwa investor mengalami kesalahan prediksi earning dengan hanya bertumpu kepada data *earnings* sebelumnya. Mullainathan (2001) mengasumsikan bahwa individu bukanlah menganut pola *Bayesian*, karena mereka mempunyai pola pikir kategorisasi yang *discrete* sehingga secara langsung mendukung pola *representativeness*.

Sirri dan Tufano (1998) menemukan bahwa investor akan membeli reksadana yang mempunyai kinerja sangat baik, walaupun kinerja itu adalah kinerja jangka pendek. Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1994) menguji bias *base rate* dan kecenderungan investor membentuk kategorisasi untuk menjelaskan strategi kontrarian terkait profitabilitas. Penelitian Hong dan Stein (1999) menguji pola perilaku kelompok dalam kelompok yang heterogen dengan keterbatasan informasi yang berbeda untuk masing-masing kelompok. Kelompok satu disebut *newswatcher* beraksi undereaction pada informasi baru. Kelompok lainnya, *momentum trader*, mengikuti kecenderungan data masa lalu sehingga mampu mengoreksi *underreaction* kelompok *newswatcher* namun akhirnya menjadi *overreaction*.

Chan, Frankel dan Kothari (2002) menjelaskan bahwa momentum jangka pendek dapat dibuktikan terjadi sehingga investor memang mengalami kegagalan dalam memprediksi informasi dengan menggunakan informasi baru bila terdapat *trend* dalam data jangka pendek. Namun dalam data jangka panjang Chan, Frankel dan Kothari (2002) tidak menemukan adanya reaksi *reversal* atas informasi baru. Berita baik cenderung menghasilkan *overreaction* (Daniel, Hirshleifer, dan Subramanyam; 1998), karena serangkaian berita baik yang tersedia secara publik akan mendorong investor menjadi *overconfident* atas informasi privat yang mereka punyai. Serangkaian berita baik akan merepresentasikan ekspektasi *trend* yang terjadi sehingga mendorong harga saham *overprice*.



Chen, Kim, Nofsinger, dan Rui (2007) menemukan bahwa investor di China cenderung mengalami efek disposisi, *representativeness*, dan *overconfident*. Namun penelitian ini tidak menggunakan pola *trend* dan *reversal*. Penelitian Chen, Kim, Nofsinger, dan Rui (2007) menggunakan kategorisasi berdasarkan pengalaman investor, dan bukan berdasarkan perusahaan yang diprediksi returnnya. Penelitian ini berasumsi bahwa investor menggunakan pola *trend* yang salah (representatif) atau mereka cenderung tidak *Bayesian* sehingga investor membentuk pola ekspektasi yang sebagian besar dipengaruhi oleh urutan peristiwa, pola, atau kinerja keuangan, dan selanjutnya mengalami salah satu bentuk dari *representativeness*.

Penelitian ini menggunakan pula metode *confirming* dan *disconfirming* terhadap pengumuman kinerja yang mengikuti runtut kinerja yang konsisten dimasa lalu. *Confirming* berarti trend yang ada konsisten (*confirm*) namun pada periode tertentu menjadi inkonsisten (*disconfirm*), sehingga akan diketahui reaksi investor. Kinerja saham setelah *confirming* dan *disconfirming* akan menjelaskan investor yang biar *representativeness* dengan *overreaction* namun kemudian mengurangi reaksi mereka dengan menurunkan prediksi bila terjadi *disconfirming* atas informasi sebelumnya.

Penelitian ini juga menentukan 3 kelompok kategori yang akan menjadi basis untuk *trend* dan *sequence* dan diperhatikan investor ketika melihat konsisten kinerja keuangan selama 4 kuartal (per tahun) dan 5 tahunan. Berdasarkan permasalahan penelitian, dan dikaitkan dengan kategorisasi maka disusun 3 hipotesis:

- H<sub>1</sub>: Kelompok perusahaan dengan kinerja tinggi. Kelompok perusahaan yang mempunyai kinerja tinggi dimasa lalu, dan sebagian besar dengan besaran positif selama kuartal (tahunan) berbanding terhadap pesaingnya. Investor akan bereskepektasi bahwa kelompok perusahaan ini akan terus berkinerja baik, dan investor akan *overvalue* atas nilai perusahaan.
- H<sub>2</sub>: Kelompok perusahaan dengan kinerja rendah cenderung kesulitan keuangan (*distress*). Kelompok perusahaan yang mempunyai urutan kinerja yang menurun (kemungkinan besar *negative*) dimasa lalu, berbanding terhadap pesaingnya. Investor akan bereskepektasi bahwa kinerja kelompok perusahaan ini akan terus menurun, dan investor akan *undervalue* atas nilai perusahaan.
- H<sub>3</sub>: Kelompok *Non-Trending*. Kelompok perusahaan ini mempunyai pola kinerja siklis (*musiman*). Investor akan mempercayai bahwa kinerja perusahaan akan selalu berada

pada jalur *trend*nya sehingga mereka tidak terlalu menghiraukan sinyal public terbaru dan menimbulkan momentum return.

Investor yang berekspektasi optimis (pesimis) atas perusahaan berkinerja tinggi (rendah) akan menilai perusahaan tersebut tinggi (rendah) sehingga perusahaan dengan kinerja tinggi (rendah) diperkirakan akan *underperform* (*outperform*) pasar. Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1994) dan La Porta, Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1997) menemukan bahwa investor cenderung akan meramalkan kinerja berbasis konsistensi kinerja masa lalu melalui *trend* dan urutan peristiwa. Berdasarkan hal tersebut, maka penelitian ini memfokuskan pada *trend* dan urutan kinerja untuk menguji *representativeness*. Perusahaan dengan pola kinerja yang konsisten akan semakin besar kemungkinan terjadinya *reversal*.

Periode waktu pengamatan juga akan mempengaruhi kekuatan pola kinerja bagi kelompok berkinerja tinggi dan berkinerja rendah. Berdasarkan penelitian Jegadeesh dan Titman (1993) dengan periode medium, dan DeBondt dan Thaler (1985 dan 1987) serta Ball, Kothari, dan Shanken (1995) untuk periode jangka panjang, maka penelitian ini berekspektasi bahwa perusahaan berkinerja tinggi dan berkinerja rendah selama 5 tahunan akan mengalami pembalikan harga yang lebih besar (*price reversal*) dibandingkan dengan kelompok perusahaan berkinerja tinggi dan berkinerja rendah selama 4 kuartalan.

Return diperkirakan akan mengalami *momentum* bila ada di kategori *non-trending*. Investor akan memperhatikan kinerja yang *non-trending* tersebut dan mempercayai bahwa kinerja akan cenderung mendekati pola rata-ratanya. Bila prediksi *trend* berbeda dari keyakinan mereka maka akan timbul penyimpangan return yang akan menimbulkan momentum (Barberis, Shleifer, dan Vishny, 1998; dan Rabin, 2001). Penelitian ini menggunakan kinerja keuangan berdasarkan informasi pada laporan keuangan sehingga akan membatasi adanya informasi lainnya yang berkaitan dengan kinerja keuangan. Cohen, Gompers, Vuolteenaho (2001) berargumentasi bahwa investor cenderung *underreact* terhadap informasi arus kas, atau sebagian informasi tentang return, bila akan memprediksi kinerja keuangan masa depan. Investor cenderung *underreact* terhadap data kinerja keuangan masa lalu dibandingkan dengan prospek pertumbuhan. Daniel dan Titman (2001) menemukan bahwa prospek pertumbuhan lebih kuat dalam menyebabkan kesalahan persepsi investor. Berdasarkan temuan tersebut maka penelitian ini berargumentasi bahwa pada kelompok perusahaan *non-trending*, investor tidak sepenuhnya mampu menelaah kinerja keuangan, dan juga memprediksi pertumbuhan untuk beberapa bulan kedepan sehingga mereka akan *underreact*.

### 3. Metode Penelitian

Perusahaan sampel adalah sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2012, menggunakan observasi tahun perusahaan. Perusahaan yang dipilih harus mempunyai data keuangan lengkap baik kuartalan maupun tahunan. Data penelitian menggunakan data kuartalan dan juga data tahunan dari laporan keuangan yang sudah diaudit serta data harga saham. Return dihitung untuk 4 kuartal per tahun pada bulan Maret, Juni, September, dan Desember. Untuk kinerja keuangan menggunakan *lag* (memastikan ketersediaan informasi secara publik) dan dihitung pada periode kuartal sebelumnya. Lokasi pelaksanaan penelitian adalah di Surabaya, Jawa Timur.

#### 3.1. Pengukuran Kinerja

Penelitian ini mengukur pertumbuhan keuangan sebagai indikator kinerja untuk kuartalan sedangkan untuk jangka panjang tahunan menggunakan data kuartalan selama setahun. Proksi untuk kinerja menggunakan 3 rasio (Chen, Kim, Nofsinger dan Rui, 2007). Dibawah ini merupakan perhitungan kinerja kuartalan ( $t$ ) untuk 3 rasio:

- a) *Sales* (S) periode kuartalan dengan perhitungan:

$$(S_t - S_{t-1}) / (S_{t-1})$$

- b) *Net Income* (NI) periode kuartalan dengan perhitungan:

$$(NI_t - NI_{t-1}) / (NI_{t-1})$$

- c) *Operating Income* (OI) periode kuartalan dengan perhitungan:

$$(OI_t - OI_{t-1}) / (OI_{t-1})$$

#### 3.2. Penentuan Kelompok Perusahaan

Perhitungan kinerja keuangan ini akan difokuskan pada kinerja kuartalan ( $t$ ) dengan periode per tahun sehingga pola *trend* kuartalan dan *sequence* per tahun data kuartalan akan menjadi dasar dari pembentukan kategori kelompok perusahaan. Pada periode jangka panjang tahunan dengan kinerja kuartalan ( $t$ ) juga digunakan 3 rasio yang sama.

Pada setiap kuartalan akan ditentukan perusahaan dengan kinerja tertinggi, dengan membagi lima keseluruhan jumlah sampel per kuartal dan tahunan. Perusahaan dengan kinerja tinggi akan diambil dari seperlima dari keseluruhan sampel periode tersebut, dan kinerja rendah akan diambil seperlima terbawah dari periode tersebut. Ini akan digunakan untuk menjelaskan *trend*.

Pola konsistensi akan dijelaskan dengan membentuk kelompok kinerja tertinggi kuartalan dan tahunan yang konsisten selama periode sampel (untuk 5 tahun) observasi berada diatas median. Sedangkan untuk kelompok kinerja terendah kuartalan dan tahunan



yang konsisten selama periode sampel (untuk 5 tahun) observasi berada dibawah median. Hasilnya adalah kelompok konsisten kinerja tinggi, dan kelompok konsisten kinerja rendah. Sedangkan kelompok lainnya yang dua per tiga waktu selama periode sampel (untuk 5 tahun) berada diatas ataupun dibawah median akan disebut sebagai kelompok *non-trending* karena tidak mempunyai *trend*.

### **3.3. *Confirming* dan *Disconfirming Trend* dan *Sequence***

Berdasarkan kelompok perusahaan akan ditentukan adanya pola *confirming* dan *disconfirming* dari *trend* yang ada. *Confirming* berarti pola *trend* secara kuat selalu berada diatas median, baik untuk data kuartalan, tahunan dan 5 tahun. Namun bila *disconfirming* maka kinerja akan pernah ada dibawah maupun diatas median baik untuk data kuartalan, tahunan, dan 5 tahunan. Perbandingan antar kelompok secara total terdapat 28 kelompok dengan data kuartalan, 10 kelompok dengan data tahunan dan ada 2 kelompok dengan data 5 tahunan.

Diantara 28 kelompok tersebut kemungkinan akan ada kelompok yang mengalami *confirming* untuk kuartalan dan atau data tahunan, dan atau sekaligus untuk data selama periode sampel yaitu 5 tahunan. Juga kemungkinan akan ada kelompok yang mengalami *disconfirming* untuk kuartalan, data tahunan, dan atau sekaligus untuk data selama periode sampel yaitu 5 tahunan. Masing-masing kelompok ini bisa berada pada posisi *confirming* ataupun *disconfirming* tergantung dari periode mereka. Bila hal ini terjadi maka akan diketahui pola kinerja yang terjadi, khususnya untuk *momentum* maupun *reversal*. Pola kinerja akan diketahui dengan menghitung kinerja per perusahaan dalam setiap kelompok dan menguji pergerakannya dengan uji statistik t-stat. Setiap waktu adanya *confirming* maupun *disconfirming* akan mempunyai kinerja masing-masing, yang terdiri dari kinerja kuartalan, kinerja tahunan, dan kinerja 5 tahunan.

### **3.4. Uji Statistik**

Pengujian statistic menggunakan uji beda t-statistik dan bila diperlukan menggunakan Newey-West (1987) t-stat. Bila terjadi *confirming* maupun *disconfirming* maka akan diuji t-stat untuk kinerja di periode tersebut. Newey-West digunakan pada data *times series* dan tidak membutuhkan penguatan dalam asumsi klasik seperti autokorelasi maupun heteroskedastisitas. Data penelitian ini menggunakan data *time series* dan menggunakan periode kuartalan dengan *trend* tahunan. Hal ini kemungkinan bisa menyebabkan adanya keterbatasan data untuk uji jangka pendek, dan data cenderung tidak normal dan *error term* berkorelasi dengan variabel, maka bisa digunakan model Newey-West untuk uji beda.

Luaran yang diharapkan adalah terbuktinya bias *representativeness* dengan 3 hipotesis utama, dan mampu menjelaskan adanya *momentum* dan *reversal* pada kondisi *confirming* atau *disconfirming*. Secara langsung penelitian ini akan membuktikan bahwa investor Indonesia khususnya, mengalami bias *representativeness*. Pengujian dengan waktu yang berbeda, kuartalan dan tahunan akan mendukung temuan bahwa konsistensi informasi akan semakin membuat investor mengalami bias *representativeness*. Bila informasi yang *confirming* tersebut menjadi *disconfirming* maka akan terjadi pembalikan atau *reversal*, dan atau *momentum*.

#### **4. Hasil, dan Pembahasan**

Berdasarkan proses pengumpulan data diperoleh observasi sebanyak 7410 kuartal observasi, dengan 390 perusahaan per kuartal. Sesuai dengan asas *Central Limit Theorem* maka jumlah data ini cukup besar untuk menuju normalitas dan bisa menggunakan alat statistik parametrik.

Urutan aktivitas yang dilakukan untuk mencapai hasil penelitian ini adalah:

- a. Urutan data berdasarkan kelengkapan data sesuai variabel, sehingga data menjadi 3751 observasi. Beberapa data kuartalan dihilangkan dari data inti karena ketiadaan data yang lengkap, error dalam proses download dan ekstraksi file dari Bursa Efek Indonesia, data yang melebihi 3 kali standar deviasi untuk mengurangi bias karena volatilitas yang tinggi.
- b. Data dipisahkan menjadi 3 berdasarkan variabel penelitian Sales (S), Net income (NI), dan Operating income (OI).
- c. Data dikelompokkan berdasarkan periode data, sehingga terdapat data Sales untuk kuartalan, tahunan, dan 5 tahunan, demikian juga variabel NI dan OI.
- d. Data dikelompokkan kedalam kelompok seperlima kinerja tinggi dan seperlima kinerja rendah untuk masing-masing variabel S, NI, dan OI dalam masing-masing periode kuartal, tahunan, dan 5 tahunan.
- e. Dihitung median per kelompok tinggi dan rendah. Observasi kelompok terendah yang berada dibawah median dikategori sebagai kelompok observasi konsisten terendah. Observasi kelompok tertinggi yang berada diatas median dikategori sebagai kelompok observasi konsisten tertinggi. Data yang sebelumnya berjumlah 3751 observasi berkurang menjadi 751 observasi masing-masing untuk S, NI, dan OI.

- f. Uji konsistensi kelompok tinggi dan rendah untuk tiga variabel S, NI, dan OI digunakan untuk mengetahui bahwa perbedaan antar kelompok konsisten tinggi dan rendah sah secara statistic. Pengujian tersebut meliputi:
- Kelompok konsisten tinggi dan rendah pada kuartal yang sama
  - Kelompok konsisten tinggi dan rendah pada tahun yang sama
  - Kelompok konsisten tinggi dan rendah pada 5 tahun
- g. Uji hipotesis 1 untuk confirming dan disconfirming antar kelompok tinggi, menggunakan uji beda masing-masing untuk 3 variabel yang meliputi:
- Kelompok konsisten tinggi periode 2009 dan periode 2010
  - Kelompok konsisten tinggi periode 2010 dan periode 2011
  - Kelompok konsisten tinggi periode 2011 dan periode 2012
  - Kelompok konsisten tinggi periode 2012 dan periode 2013
- h. Uji hipotesis 2 untuk confirming dan disconfirming antar kelompok rendah, menggunakan uji beda masing-masing untuk 3 variabel yang meliputi:
- Kelompok konsisten rendah periode 2009 dan periode 2010
  - Kelompok konsisten rendah periode 2010 dan periode 2011
  - Kelompok konsisten rendah periode 2011 dan periode 2012
  - Kelompok konsisten rendah periode 2012 dan periode 2013
- i. Uji hipotesis 3 untuk kelompok non-trend dibedakan berdasarkan kuartal dalam tahun yang sama untuk masing-masing variabel S, NI, dan OI. Uji beda tersebut meliputi:
- Antar kelompok non-trend kuartalan periode 2009
  - Antar kelompok non-trend kuartalan periode 2010
  - Antar kelompok non-trend kuartalan periode 2011
  - Antar kelompok non-trend kuartalan periode 2012
  - Antar kelompok non-trend kuartalan periode 2013

Metode penentuan confirming dan disconfirming menggunakan pendekatan konsisten data dalam kelompok yang menunjukkan adanya pola trend dan non-trend serta pada seperlima kelompok yang konsisten berkinerja tinggi dan berkinerja rendah. Adapun penggunaan tiga proksi kinerja perusahaan seperti sales, net income dan operating income untuk menentukan proksi kinerja yang paling tepat untuk menguji confirming dan disconfirming dalam uji representativeness bias.

#### 4.1. Hasil Pengujian Beda Kinerja Konsistensi Rendah dan Tinggi

Sesuai dengan urutan metode penelitian maka diuji beda untuk kelompok konsisten kinerja tinggi dan rendah sesuai dengan periode kuartalan, tahunan, dan 5 tahunan untuk variabel Sales, Net income, dan Operating income. Hal ini dilakukan untuk mengetahui bahwa pembagian kelompok berdasarkan ranking dengan cut-off median mencukupi untuk meneruskan untuk pengujian hipotesis.

**Tabel 4.1. Uji Beda Kuartalan Sales: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	Rendah	22	-0.011	1.830		
1	Tinggi	23	76.492	313.637	4.273	0.045
2009	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
2	Rendah	22	0.144	0.367		
3	Tinggi	23	4.187	7.956	10.235	0.003
2009	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
4	Rendah	17	-0.810	0.476		
5	Tinggi	18	106.593	446.589	4.244	0.047
2010	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
6	Rendah	26	0.169	0.511		
7	Tinggi	27	100.838	506.039	4.145	0.047
2010	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
8	Rendah	27	-0.026	0.395		
9	Tinggi	27	6.109	22.836	4.802	0.033
2010	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
10	Rendah	29	-0.362	0.443		
11	Tinggi	29	414.198	1694.561	6.876	0.011
2011	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
12	Rendah	26	-0.065	0.643		
13	Tinggi	27	80.431	394.934	4.135	0.047
2011	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
14	Rendah	28	0.140	0.346		
15	Tinggi	29	3.678	7.908	8.886	0.004
2011	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
16	Rendah	28	-0.217	0.740		
17	Tinggi	28	49071.312	259151.164	4.314	0.043
2012	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
18	Rendah	29	0.182	0.577		
19	Tinggi	30	5.743	17.716	4.233	0.044
2012	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
20	Rendah	30	0.113	0.341		
21	Tinggi	31	50.377	268.690	4.119	0.047
2012	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.

22	Rendah	29	-0.220	0.470		
23	Tinggi	30	493.376	2438.798	4.761	0.033
2013	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
24	Rendah	29	0.013	0.738		
25	Tinggi	29	66.983	338.901	4.264	0.044
2013	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
26	Rendah	29	0.023	0.434		
27	Tinggi	29	2.722	3.727	19.841	0.000

Pada pengujian beda untuk kelompok konsisten tinggi dan rendah (28 kelompok, dengan 14 kali uji beda) dengan menggunakan uji beda independen sampel test menunjukkan bahwa semua kelompok tinggi dan rendah berbeda dalam kuartal yang sama. Hal ini berarti bahwa Sales mampu secara konsisten membedakan kelompok yang konsisten berkinerja tinggi dan rendah. Selain itu juga berarti bahwa seperlima kinerja tinggi dan rendah dan konsisten berada diatas median (untuk kinerja tinggi) dan dibawah median (untuk kinerja rendah), mampu membedakan antar kelompok.

Selanjutnya diuji beda untuk kelompok konsisten tinggi dan rendah untuk periode setahun, sehingga terdapat 10 kelompok dengan 5 kali uji beda. Diharapkan hasil uji menunjukkan adanya beda antara kelompok tinggi dan rendah untuk kinerja berproksi Sales.

**Tabel 4.2. Uji Beda Tahunan Sales: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009	Kw 2-4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	Rendah	61	-0.178	1.200		
1	Tinggi	64	58.974	300.077	8.284	0.005
2010	Kw 2-4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
2	Rendah	82	-0.083	0.498		
3	Tinggi	83	179.510	1045.611	9.244	0.003
2011	Kw 2-4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
4	Rendah	82	-0.047	0.610		
5	Tinggi	84	16384.227	149625.261	4.000	0.047
2012	Kw 2-4	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
6	Rendah	88	0.026	0.498		
7	Tinggi	91	181.706	1410.425	5.557	0.020
2013	Kw 2-3	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
8	Rendah	58	0.018	0.600		
9	Tinggi	58	34.853	239.743	4.086	0.046

Hasil menunjukkan bahwa uji beda mampu membedakan secara signifikan kelompok kinerja tinggi dan rendah, untuk proksi Sales. Semua perbandingan kelompok signifikan berbeda antara kelompok kinerja tinggi dan rendah. Bahwa Sales mampu membedakan antar

kelompok. Selain itu bisa dilihat adanya perubahan data yang besar setiap kuartal 4 terutama untuk kelompok kinerja tinggi. Beberapa menunjukkan kenaikan yang sangat tinggi, misalnya untuk 2011 kuartal 2, 3 dan 4 untuk kelompok tinggi.

Selanjutnya akan diuji konsistensi kelompok kinerja tinggi dan rendah dengan proksi Sales pada data 5 tahunan dengan menggunakan uji independen sampel test. Hasil uji menunjukkan bahwa kelompok kinerja rendah dengan 371 observasi dan kelompok kinerja tinggi dengan 380 observasi memiliki beda yang disignifikan 5%. Hal ini menunjukkan konsistensi Sales sebagai proksi kinerja yang mampu membedakan antar kelompok berkinerja tinggi dan rendah.

**Tabel 4.3. Uji Beda 5 Tahun Sales: Konsisten Tinggi vs Rendah**

	2009-2013	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	Rendah	371	-0.049	0.699		
1	Tinggi	380	3719.751	70350.715	4.011	0.046

Uji beda untuk proksi Net Income juga dilakukan untuk data kuartalan, tahunan, dan 5 tahunan. Tabel uji beda kuartalan net income dilakukan untuk kelompok kinerja tinggi dan rendah dengan data kuartal untuk 5 tahun periode.

**Tabel 4.4. Uji Beda Kuartalan Net Income: Konsisten Tinggi vs Rendah**

	2009	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
0	Rendah		22	-18.560	33.808		
1	Tinggi		23	350.220	1206.818	6.642	0.013
	2009	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
2	Rendah		22	-27.062	115.929		
3	Tinggi		23	4.775	9.169	3.822	0.057
	2009	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
4	Rendah		17	-28.896	50.360		
5	Tinggi		18	61.107	234.164	1.715	0.199
	2010	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
6	Rendah		26	-1.844	9.404		
7	Tinggi		27	163.920	536.138	4.511	0.039
	2010	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
8	Rendah		27	-6.810	22.172		
9	Tinggi		27	6.170	10.141	1.399	0.242
	2010	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
10	Rendah		29	-3.250	3.672		
11	Tinggi		29	60.534	300.168	4.074	0.048
	2011	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
12	Rendah		26	-6.372	9.570		
13	Tinggi		27	13.874	16.887	5.231	0.026

2011	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
14	Rendah	28	-13.370	32.277		
15	Tinggi	29	4.125	4.034	9.557	0.003
2011	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
16	Rendah	28	-4.487	7.786		
17	Tinggi	28	47.936	25.285	4.313	0.043
2012	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
18	Rendah	29	-2.532	2.136		
19	Tinggi	30	11.642	15.906	20.374	0.000
2012	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
20	Rendah	30	-5.210	13.659		
21	Tinggi	31	99.451	370.130	8.459	0.005
2012	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
22	Rendah	29	-29.072	127.199		
23	Tinggi	30	39.264	212.011	3.627	0.062
2013	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
24	Rendah	29	-25.579	78.987		
25	Tinggi	29	34.100	89.384	0.177	0.676
2013	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
26	Rendah	29	-21.439	39.983		
27	Tinggi	29	62.187	270.836	2.466	0.122

Hasil uji menunjukkan bahwa terdapat 4 kelompok yang tidak mempunyai beda secara signifikan antara kelompok kinerja tinggi dan rendah. Kuartal 4 tahun 2009, kuartal 3 tahun 2010, kuartal 2 tahun 2013, dan kuartal 3 tahun 2014 memiliki hasil uji beda yang tidak berbeda kinerjanya antara kelompok tinggi dan rendah. Pertumbuhan Net income sebagai proksi kinerja tidak konsisten bisa membedakan antara kelompok berkinerja tinggi dan rendah setidaknya untuk 4 kelompok besar dari 14 kelompok yang diuji.

**Tabel 4.5. Uji Beda Tahunan Net Income: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
0	Rendah	61	-24.507	76.165		
1	Tinggi	64	144.760	740.256	6.077	0.015
2010	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar		
2	Rendah	82	-58.476	52.952		
3	Tinggi	83	76.480	355.211	4.151	0.043
2011	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar		
4	Rendah	82	-8.118	20.268		
5	Tinggi	84	15.984	14.599	3.998	0.047
2012	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar		
6	Rendah	88	-12.191	73.578		
7	Tinggi	91	167.160	1233.156	5.218	0.024



2013	Kw 2 – 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar		
8	Rendah	58	-23.509	62.084		
9	tinggi	58	48.144	200.395	2.576	0.111

Tabel uji beda tahunan menunjukkan hasil yang lebih konsisten walaupun masih ada kelompok yang tidak signifikan yaitu kelompok tahun 2013 untuk kuartal 2 dan 3. Walaupun rerata untuk kelompok tinggi selalu positif dan kelompok rendah selalu negatif namun Net income terbukti tidak bisa sepenuhnya konsisten dalam membedakan kinerja perusahaan.

**Tabel 4.6. Uji Beda 5 Tahun Net Income: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009-2013	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0 rendah	371	-12.925	2.489		
1 tinggi	380	36.219	6.864	4.119	0.043

Tabel uji beda lima tahun untuk proksi net income menunjukkan bahwa kelompok kinerja tinggi dan rendah berbeda dalam rerata dan secara signifikan net income mampu membedakan.

**Tabel 4.7. Uji Beda Kuartalan Operating Income: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
0	Rendah	22	-9.085	15.167		
1	Tinggi	23	10.972	21.281	0.170	0.683
2009	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
2	Rendah	22	0.050	0.460		
3	Tinggi	23	0.991	0.660	0.819	0.371
2009	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
4	Rendah	17	-0.126	0.424		
5	Tinggi	18	3.822	4.866	22.721	0.000
2010	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
6	Rendah	26	-7.927	24.751		
7	Tinggi	27	3.913	20.331	4.163	0.047
2010	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
8	Rendah	27	-3.168	5.410		
9	Tinggi	27	6.128	3.184	4.326	0.042
2010	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
10	Rendah	29	-5.028	11.241		
11	Tinggi	29	11.168	56.819	4.059	0.049
2011	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
12	Rendah	26	-9.520	18.815		
13	Tinggi	27	7.973	8.719	2.213	0.143
2011	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
14	Rendah	28	-5.453	13.293		
15	Tinggi	29	7.982	12.730	0.914	0.343

2011	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
16	Rendah	28	-29.241	108.339		
17	Tinggi	28	47.638	25.133	4.309	0.043
2012	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
18	Rendah	29	-2.782	3.620		
19	Tinggi	30	13.585	23.122	12.719	0.001
2012	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
20	Rendah	30	-1.208	1.509		
21	Tinggi	31	98.583	356.592	9.110	0.004
2012	kw 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
22	Rendah	29	-18.176	74.852		
23	Tinggi	30	39.552	21.380	3.840	0.055
2013	kw 2	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
24	Rendah	29	-8.115	30.878		
25	Tinggi	29	11.937	53.696	3.993	0.051
2013	kw 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
26	Rendah	29	-6.371	15.094		
27	Tinggi	29	62.771	27.147	4.286	0.043

Tabel uji beda untuk proksi operating income dengan data kuartalan menunjukkan bahwa terdapat inkonsistensi pada pemisahan kelompok tinggi dan rendah yaitu untuk periode 2009 kuartal 2 dan 3, serta 2011 kuartal 2 dan 3. Hal ini menunjukkan bahwa operating income mempunyai hasil yang hampir sama dengan net income untuk data kuartalan dan kurang mampu menjadi proksi pembeda kinerja antar kelompok observasi.

**Tabel 4.8. Uji Beda Tahunan Operating Income: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
0	Rendah	61	-3.294	9.994		
1	Tinggi	64	5.374	13.558	0.305	0.582
2010	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
2	Rendah	82	-5.335	15.681		
3	Tinggi	83	12.928	11.595	4.078	0.045
2011	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
4	Rendah	82	-14.865	64.745		
5	Tinggi	84	15.885	14.512	3.995	0.047
2012	Kw 2 - 4	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
6	Rendah	88	-7.318	43.211		
7	Tinggi	91	168.450	124.189	5.438	0.021
2013	Kw 2 - 3	N	Rata-rata	Deviasi Standar	F	Sig.
8	Rendah	58	-7.243	24.105		
9	tinggi	58	91.070	422.669	7.601	0.007

Tabel uji data tahunan dengan data kuartalan juga menunjukkan bahwa operating income kurang mampu secara konsisten menjadi pembeda antar kelompok kinerja tinggi dan rendah. Ada satu kelompok yang tidak berbeda kinerjanya.

**Tabel 4.9. Uji Beda 5 Tahun Net Income: Konsisten Tinggi vs Rendah**

2009-2013		N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	rendah	371	-7.874	39.142		
1	tinggi	380	28.594	54.200	4.108	0.043

Tabel uji beda 5 tahun untuk operating income menunjukkan bahwa kinerja 5 tahun berbeda antara kelompok kinerja tinggi dan rendah, dengan nilai rerata negatif untuk kinerja rendah dan positif untuk kinerja tinggi. Selanjutnya uji hipotesis dilakukan untuk 3 proksi kinerja, dengan data kuartalan per tahun.

#### 4.2. Hipotesis 1 dan Pembahasan

Hipotesis 1 mengenai kelompok kinerja tinggi menguji confirming dan disconfirming untuk atas kinerja masa lalu. Bila sebelumnya untuk konsistensi proksi maka signifikansi perbedaan antara kelompok menentukan bahwa proksi kinerja mampu membedakan antar kelompok observasi. Namun pada uji hipotesis ini, untuk membuktikan bahwa kelompok kinerja tinggi akan selalu dinilai lebih tinggi dibanding kelompok kinerja rendah maka seharusnya tidak ada perbedaan kinerja antar observasi yang berada pada kinerja tinggi.

H<sub>1</sub>: Kelompok perusahaan dengan kinerja tinggi. Kelompok perusahaan yang mempunyai kinerja tinggi dimasa lalu, dan sebagian besar dengan besaran positif selama kuartal (tahunan) berbanding terhadap pesaingnya. Investor akan berespektasi bahwa kelompok perusahaan ini akan terus berkinerja baik, dan investor akan *overvalue* atas nilai perusahaan.

**Tabel 4.10. Pengujian Hipotesis 1: Sales**

2009-2010		Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
1	Tinggi		64	58.974	300.077		
3	Tinggi		83	179.510	1045.611	3.208	0.075
2010-2011		Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
3	Tinggi		83	179.510	1045.611		
5	Tinggi		84	16384.227	149625.261	3.966	0.048
2011-2012		Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
5	Tinggi		84	16384.227	149625.261		
7	Tinggi		91	181.706	1410.425	4.347	0.039

2012-2013	Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
7	Tinggi	91	181.706	1410.425		
9	Tinggi	58	34.853	239.743	2.420	0.122

Kelompok yang dibandingkan adalah kelompok kinerja tinggi untuk tahun 2009 sampai dengan 2013. Hasil menunjukkan bahwa terjadi disconfirming pada 3 kelompok besar observasi dengan kinerja tinggi, dan hanya satu kelompok yang confirming. Reversal kecenderungan terjadi untuk proksi Sales secara mayoritas pada semua kelompok kinerja tinggi.

**Tabel 4.11. Pengujian Hipotesis 1: Net Income**

2009-2010	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
1	Tinggi	64	144.764	740.256		
3	Tinggi	83	76.480	355.211	2.000	0.159
2010-2011	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
3	Tinggi	83	76.480	355.211		
5	Tinggi	84	159.844	145.993	2.432	0.167
2011-2012	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
5	Tinggi	84	159.844	145.993		
7	Tinggi	91	167.159	123.316	1.245	0.289
2012-2013	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
7	Tinggi	91	167.159	123.316		
9	Tinggi	58	48.144	200.395	2.230	0.138

Dengan proksi net income diperoleh hasil menunjukkan adanya confirming sehingga pola momentum untuk kelompok tinggi terjadi secara konsisten. Bahwa kelompok kinerja tinggi akan cenderung dihargai lebih tinggi dibandingkan kelompok kinerja rendah. Tidak ada perbedaan kinerja antar kelompok kinerja tinggi untuk periode 5 tahun dengan data kuartalan.

**Tabel 4.12. Pengujian Hipotesis 1: Operating Income**

2009-2010	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
1	Tinggi	64	5.374	13.558		
3	Tinggi	83	12.928	11.595	3.178	0.077
2010-2011	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
3	Tinggi	83	12.928	11.595		
5	Tinggi	84	15.885	14.512	4.075	0.045
2011-2012	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
5	Tinggi	84	15.885	14.512		
7	Tinggi	91	16.845	12.419	4.354	0.038
2012-2013	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
7	Tinggi	91	16.845	12.419		
9	Tinggi	58	91.070	42.267	0.929	0.337

Tabel untuk proksi operating income dalam pengujian hipotesis 1 menunjukkan hasil yang kurang mendukung adanya confirming dalam kelompok perusahaan kinerja tinggi. Hal ini berbeda dengan tabel NI yang secara penuh mendukung adanya bias representatif dengan confirming kinerja tinggi perusahaan.

### 4.3. Hipotesis 2 dan Pembahasan

Hipotesis 2 menguji mengenai adanya pola confirming untuk kelompok kinerja rendah yang menyebabkan adanya bias representatif pada investor yang selaluy memandang perusahaan dengan kinerja rendah maka akan rendah untuk periode kedepan.

H<sub>2</sub>: Kelompok perusahaan dengan kinerja rendah cenderung kesulitan keuangan (distress). Kelompok perusahaan yang mempunyai urutan kinerja yang menurun (kemungkinan besar negative) dimasa lalu, berbanding terhadap pesaingnya. Investor akan berespektasi bahwa kinerja kelompok perusahaan ini akan terus menurun, dan investor akan *undervalue* atas nilai perusahaan.

Pada uji hipotesis ini, untuk membuktikan bahwa kelompok kinerja rendah akan selalu dinilai rendah dibanding kelompok kinerja tinggi maka seharusnya tidak ada perbedaan kinerja antar observasi yang berada pada kinerja rendah.

**Tabel 4.13. Pengujian Hipotesis 2: Sales**

2009-2010	Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	Rendah	61	-0.178	1.200		
2	Rendah	82	-0.083	0.498	0.297	0.701
2010-2011	Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
2	Rendah	82	-0.083	0.498		
4	Rendah	82	-0.047	0.610	0.004	0.948
2011-2012	Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
4	Rendah	82	-0.047	0.610		
6	Rendah	88	0.026	0.498	0.000	0.986
2012-2013	Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
6	Rendah	88	0.026	0.498		
8	Rendah	58	0.018	0.600	0.192	0.662

Tabel uji hipotesis 2 untuk proksi kinerja Sales menunjukkan dukungan yang kuat adanya pola confirming pada kelompok konsisten berkinerja rendah. Kelompok kinerja rendah akan dinilai rendah dimasa depan dan investor mengalami bias representatif.

Penelitian ini juga menguji hipotesis 2 dengan proksi net income dan operating income. Kedua proksi lainnya diharapkan menghasilkan hasil yang sama dengan sales.

Tabel uji hipotesis 2 untuk net income menunjukkan bahwa confirming terjadi pada kelompok kinerja rendah untuk tahun 2011 dan 2012, serta 2012 dan 2013. Sedangkan untuk periode tahun 2009 dan 2010 serta, 2010 dan 2011 masing-masing kelompok rendah berbeda dalam kinerja rendah sehingga terjadi pola disconfirming.

**Tabel 4.14. Pengujian Hipotesis 2: Net Income**

2009-2010	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	Rendah	61	-24.507	76.165		
2	Rendah	82	-58.476	52.952	3.045	0.083
2010-2011	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
2	Rendah	82	-58.476	52.952		
4	Rendah	82	-8.118	20.268	4.101	0.045
2011-2012	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
4	Rendah	82	-8.118	20.268		
6	Rendah	88	-12.191	73.578	1.213	0.272
2012-2013	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
6	Rendah	88	-12.191	73.578		
8	Rendah	58	-23.509	62.084	1.710	0.193

Pengujian selanjutnya menggunakan proksi operating income untuk kelompok kinerja rendah selama 5 tahun, data kuartalan.

**Tabel 4.15. Pengujian Hipotesis 2: Operating Income**

2009-2010	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
0	Rendah	61	-3.294	9.994		
2	Rendah	82	-5.335	15.681	1.357	0.246
2010-2011	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
2	Rendah	82	-5.335	15.681		
4	Rendah	82	-14.865	64.745	1.895	0.201
2011-2012	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
4	Rendah	82	-14.865	64.745		
6	Rendah	88	-7.318	43.211	1.733	0.190
2012-2013	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
6	Rendah	88	-7.318	43.211		
8	Rendah	58	-7.243	24.105	0.410	0.840

Tabel uji hipotesis 2 untuk proksi operating income menunjukkan pola confirming yang kuat, dan semua kelompok observasi tidak berbeda dalam kinerja selama 5 tahun untuk data kuartal. Untuk pola confirming pada kinerja rendah maka proksi sales dan operating income mampu menunjukkan adanya representatif bias pada investor.

#### 4.4. Hipotesis 3 dan Pembahasan

Hipotesis 3 mengenai kelompok data non-trend atau kelompok yang tidak termasuk kelompok seperlima kinerja rendah dan tinggi. Kelompok ini menandakan kelompok yang tidak bisa dinilai atau memiliki kinerja yang sama selama periode amatan. Diharapkan kelompok ini memberikan pemahaman bahwa trend yang terjadi pada kinerja tinggi dan rendah tidak akan mempengaruhi kinerja kelompok non-trend.

H<sub>3</sub>: Kelompok *Non-Trending*. Kelompok perusahaan ini mempunyai pola kinerja siklis (musiman). Investor akan mempercayai bahwa kinerja perusahaan akan selalu berada pada jalur *trendnya* sehingga mereka tidak terlalu menghiraukan sinyal public terbaru dan menimbulkan momentum return.

**Tabel 4.16. Pengujian Hipotesis 3: Sales**

Year	Sales	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
2009	Kw2	134	1.053	0.104		
	Kw3	135	0.540	0.060	29.209	0.000
2009	Kw3	135	0.540	0.060		
	Kw4	104	0.350	0.047	5.138	0.024
2010	Kw2	156	1.055	0.077		
	Kw3	160	0.522	0.043	49.356	0.000
2010	Kw3	160	0.522	0.043		
	Kw4	174	0.377	0.045	0.004	0.950
2011	Kw2	157	1.065	0.093		
	Kw3	170	0.543	0.045	48.683	0.000
2011	Kw3	170	0.543	0.045		
	Kw4	168	0.388	0.049	1.037	0.309
2012	Kw2	174	1.073	0.083		
	Kw3	181	0.520	0.044	51.724	0.000
2012	Kw3	181	0.520	0.044		
	Kw4	174	0.368	0.035	8.668	0.003
2013	Kw2	173	1.064	0.067		
	Kw3	175	0.542	0.054	5.320	0.022



Pada tabel uji hipotesis 3 untuk sales menunjukkan bahwa kelompok non-trend umumnya memiliki kinerja yang berbeda antar kelompok kuartalan selama periode 5 tahun. Hal ini menunjukkan bahwa non-trend tetap menjadi non-trend untuk kelompok tahun 2010 dan 2011, namun pada tahun 2009, 2012, dan 2013 menjadi kelompok yang berbeda dengan non-trend lainnya dalam kuartal dan tahun yang berbeda. Investor tidak mengalami bias representatif untuk perusahaan yang non-trend.

**Tabel 4.17. Pengujian Hipotesis 3: NI**

2009	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	134	0.729	0.631		
	Kw3	135	0.495	0.241	79.385	0.000
2009	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	135	0.495	0.241		
	Kw4	104	0.209	0.219	0.022	0.883
2010	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	156	0.860	0.367		
	Kw3	160	0.510	0.166	67.553	0.000
2010	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	160	0.510	0.166		
	Kw4	174	0.376	0.221	17.952	0.000
2011	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	157	0.996	0.370		
	Kw3	170	0.443	0.184	59.590	0.000
2011	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	170	0.443	0.184		
	Kw4	168	0.375	0.212	3.127	0.078
2012	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	174	0.962	0.323		
	Kw3	181	0.485	0.163	55.345	0.000
2012	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	181	0.485	0.163		
	Kw4	174	0.335	0.175	0.531	0.467
2013	NI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	173	0.921	0.357		
	Kw3	175	0.403	0.262	14.826	0.000

Tabel uji NI untuk kelompok non-trend menunjukkan mayoritas tidak terjadi bias representatif, karena hanya 1 periode yang tidak signifikan yaitu 2009 kw3-kw4. Hal ini menunjukkan bahwa kelompok non-trend NI tidak selamanya dinilai berada dalam non-trend oleh investor.

Tabel uji OI untuk kelompok non-trend menunjukkan mayoritas tidak terjadi bias representatif, karena hanya 2 periode yang tidak signifikan yaitu 2011 kw3-kw4 dan 2012

kw3-kw4. Hal ini menunjukkan bahwa kelompok non-trend NI tidak selamanya dinilai berada dalam non-trend oleh investor khususnya untuk periode kw3-kw4, kemungkinan hal ini terjadi karena kelompok non-trend mempunyai akumulasi kinerja yang baru terlihat pada akhir periode fiskal.

**Tabel 4.16. Pengujian Hipotesis 3: OI**

2009	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	134	0.876	0.443		
	Kw3	135	1.633	8.482	10.691	0.001
2009	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	135	1.633	8.482		
	Kw4	104	24.271	206.462	7.305	0.007
2010	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	156	0.946	0.259		
	Kw3	160	0.529	0.148	37.030	0.000
2010	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	160	0.529	0.148		
	Kw4	174	0.322	0.214	16.446	0.000
2011	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	157	1.024	0.288		
	Kw3	170	0.503	0.166	33.611	0.000
2011	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	170	0.503	0.166		
	Kw4	168	0.328	0.194	1.916	0.167
2012	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	174	1.043	0.290		
	Kw3	181	0.473	0.136	59.849	0.000
2012	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw3	181	0.473	0.136		
	Kw4	174	0.318	0.148	0.264	0.608
2013	OI	N	Rata-rata	Deviasi Std	F	Sig.
	Kw2	173	1.021	0.296		
	Kw3	175	0.453	0.193	23.339	0.000

Secara umum hipotesis 3 tidak terbukti sepenuhnya untuk kelompok non-trend baik untuk proksi sales, net income, maupun operating income. Sebagian perusahaan non-trend pada periode kw3 menuju kw4 berpindah menjadi kelompok kinerja tinggi atau bahkan kinerja rendah. Akumulasi kinerja cenderung menentukan posisi kelompok non-trend diakhir periode fiskal.

## 5. Simpulan

Pada bagian ini disampaikan kesimpulan dari hasil yang sudah dicapai sampai dengan akhir periode dari penelitian fundamental ini. Kesimpulan akan dipisahkan untuk tiga hipotesis utama dan beberapa kesimpulan yang nantinya akan mengarah kepada penelitian lanjutan.

- a. Hasil menunjukkan bahwa terjadi disconfirming pada 3 kelompok besar observasi dengan kinerja tinggi, dan hanya satu kelompok yang confirming. Reversal kecenderungan terjadi untuk proksi Sales secara mayoritas pada semua kelompok kinerja tinggi. Dengan proksi net income diperoleh hasil adanya confirming sehingga pola momentum untuk kelompok tinggi terjadi secara konsisten. Bahwa kelompok kinerja tinggi akan cenderung dihargai lebih tinggi dibandingkan kelompok kinerja rendah. Proksi operating income dalam pengujian hipotesis 1 menunjukkan hasil yang kurang mendukung adanya confirming dalam kelompok perusahaan kinerja tinggi.
- b. Hasil juga membuktikan bahwa kelompok kinerja rendah akan selalu dinilai rendah dibanding kelompok kinerja tinggi maka seharusnya tidak ada perbedaan kinerja antar observasi yang berada pada kinerja rendah. Bias representativeness cenderung terjadi pada kelompok kinerja rendah.
- c. Penggunaan proksi sales menunjukkan bahwa kelompok non-trend umumnya memiliki kinerja yang berbeda antar kelompok kuartalan selama periode 5 tahun sehingga kecenderungan tidak terjadi bias representativeness.
- d. Temuan lainnya bahwa bias representativeness yang berbeda untuk proksi kinerja menunjukkan bahwa kinerja net income dinilai lebih oleh investor dibandingkan kinerja Sales, dan Operating income walaupun sama-sama menggunakan metode akrual.
- e. Saran untuk penelitian selanjutnya yaitu pada penggunaan metode penelitian eksperimental dan kualitatif yang nantinya merupakan pendekatan triangulasi untuk menguji adanya bias representativeness pada investor individu.
- f. Selain itu penelitian selanjutnya harus melibatkan adanya telaah data primer yang diperoleh dalam lingkungan yang lebih terkendali dan terstruktur.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ball, R., Kothari, S., dan Shanken, J., 1995, Problems in Measuring Portfolio Performance: An Application to Contrarian Investment Strategies, *Journal of Financial Economics* 38, 79-107.
- Barberis, N., Shleifer, A., dan Vishny, R., 1998, A Model of Investor Sentiment, *Journal of Financial Economics* 49, 307-343.
- Chan, W., Frankel, R.M., dan Kothari, S.P., 2002, Testing Behavioral Finance using Trends and Sequences in Financial Performance, Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology, Working Paper, 1-44.
- Chen, G., Kim, K.A., Nofsinger, J.R., dan Rui O.M., 2007, Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors, Hongkong Polytechnic University, Working Paper, 1-55.
- Cohen, R., Gompers, P., dan Vuolteenaho, T., 2001, Who Underreacts to Cash-Flow News? Evidence from Trading Between Individuals and Institutions, Harvard University, working Paper.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., dan Subrahmanyam, A., 1998, Investor Psychology and Security Market Underand Overreactions, *Journal of Finance* 53, 1839-1885.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., dan Teoh, S., 2002, Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications, *Journal of Monetary Economics* 49, 139-209.
- Daniel, K., Titman, S., 2001, Market reactions to tangible and intangible information, Northwestern, University Working paper.
- DeBondt, W., dan Thaler, R., 1985, Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40, 793-805.
- DeBondt, W., dan Thaler, R., 1987, Further Evidence of Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *Journal of Finance* 42, 557-581.
- Hirshleifer, D., 2001 Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance* 56, 1533-1598.
- Hong, H., dan Stein, J., 1999, A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets, *Journal of Finance* 54, 2143-2184.
- Jegadeesh, N., dan Titman, S., 1993, Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance* 48, 65-91.
- La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., dan Vishny, R., 1997, Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency, *Journal of Finance*, 859-874.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., dan Vishny, R., 1994, Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
- Mullainathan, S., 2001, Thinking through Categories, NBER Working Paper.
- Rabin, M., 2001, Inference by Believers in the Law of Small Numbers, *Quarterly Journal of Economics* 117/3, 775-816.
- Sirri E., dan Tufano P., 1998, Costly Search and Mutual Fund Flows, *Journal of Finance* 53, 1589-1622.
- Tversky, A., Kahneman, D., 1974, Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science* 185, 1124-1131.



# Certificate

**AFI**

ASOSIASI FINANSIAL INDONESIA  
INDONESIAN FINANCE ASSOCIATION



FAKULTAS  
EKONOMI DAN BISNIS  
Universitas Sebelas Maret  
*Knowledge for prosperity*



Center for Governance,  
Finance, & Management  
Universitas Sebelas Maret



FAKULTAS EKONOMIKA & BISNIS  
UNIVERSITAS GADJAH MADA



FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS INDONESIA  
*smart, bright, and clean campus*



**UTY**  
UNIVERSITAS TEKNOLOGI YOGYAKARTA

Our Supporter



LEMBAGA  
PENJAMIN  
SIMPANAN  
Indonesia  
Deposit  
Insurance  
Corporation

Media Partner

**Bisnis Indonesia**

**Bloomberg**  
TV INDONESIA

This certificate is presented to:

**Putu Anom Mahadwartha**

as

**Presenter**

in The 1<sup>st</sup> Annual Conference Indonesian Finance Association (IFA)  
Solo Paragon Hotel and Residences  
Surakarta, 14-15 January 2015

Dean, Faculty of Economics and Business  
Universitas Sebelas Maret

Dr. Wisnu Untoro, M.S.

President,  
Indonesian Finance Association

Dr. Irwan Adi Ekaputra, M.M.