



Disposition effect pada Glamour Stocks Aplikasi Metode Vector Autoregression

Ervina Sutanto, Erman Denny¹
(vina94.es@gmail.com)

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aimed to see whether there is *disposition effect* in glamor stocks in the Indonesian market or not, in the period 2010 - 2012. *Disposition effect* is deviant behavior of investors to hold losses too long and realize profits too fast. Approaches to see the *disposition effect* is to look at the relationship between the variables of *trading volume*, volatility and *returns*.

This study used a method *Vector autoregression* (VAR). The data used in this study are the data of *trading volume*, volatility and weekly stock *returns*. The sample used was 10 glamor stocks the period January 2010 - December 2012. The VAR analysis using four methods to answer the research questions, namely the analysis of the VAR, Impulse Response Function (IRF), Variance Decomposition and Granger Causality Test.

From the test results using the VAR analysis, showed that there was no *disposition effect* in glamor stocks on the Indonesia Stock Exchange. Based testing can be concluded that investors behave rationally in making investment decisions. The conclusions are based on test results that have been done. Results of Impulse Response Function (IRF) shows the response of a variable to another variable shock. Variance Decomposition results showed a variable response to the movement of his past variables. Furthermore causality test results indicate that there is no pattern of causality between variables.

Keywords: *Disposition effect*, *trading volume*, volatility, *returns*.

PENDAHULUAN

Menurut teori keuangan tradisional yang dikemukakan oleh Fama (1965), pasar itu efisien dan investor memiliki ekspektasi yang rasional dan mengambil keputusan yang memaksimalkan kepuasan mereka. Salah satu bahasan dalam teori keuangan standar tersebut adalah bahasan mengenai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Menurut Fama, suatu pasar dikatakan efisien apabila harga sekuritas mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi tercermin pada harga saham, maka dikatakan bahwa pasar tersebut semakin efisien.

Dalam pasar yang efisien, harga saham yang terbentuk pada pasar yang efisien merupakan nilai wajar (*fair value*). Sehingga sulit bagi investor untuk memperoleh keuntungan yang sangat tinggi atau abnormal secara terus menerus dengan melakukan transaksi di bursa efek. Investor lain akan segera mengetahui informasi tersebut, karena pada pasar yang efisien informasi akan cepat menyebar atau bersifat transparan fundamentalnya. Salah satu faktor penting yang menyebabkan harga saham tidak sesuai dengan nilai fundamentalnya adalah faktor perilaku investor.

¹*Corresponding author*



Pada saat terjadi krisis ekonomi global tahun 2008 indeks IHSG anjlok dan mulai naik kembali secara drastis di tahun berikutnya. Fenomena IHSG ini cukup fluktuatif yang menandakan ada perilaku investor yang irrasional dalam mengambil keputusan investasi.

Secara ilustratif, investor irrasional dicontohkan sebagai berikut, seorang investor yang membeli saham dalam kondisi baik namun karena suatu hal harga saham menjadi anjlok. Secara rasional, investor tersebut akan menjual sahamnya. Namun yang dilakukan adalah berkebalikan atau irrasional. Dia tetap mempertahankan saham tersebut dengan harapan terjadi *reversal* kelak. Dia berharap dalam ketidakpastian.

Selain itu, juga adanya kecenderungan investor yang ingin memperoleh *abnormal return*. Namun beberapa investor tidak memiliki informasi yang cukup memadai untuk digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan. Hal ini menyebabkan suatu penyimpangan perilaku investor yang disebut *disposition effect*.

Disposition effect ini pertama kali dikemukakan oleh Shefrin dan Statman (1985) yang merupakan pengembangan dari *prospect theory* yang dikemukakan oleh Kahneman dan Tversky (1970). *Disposition effect* yang dikemukakan pertama kali oleh Shefrin & Statman (1985) diidentifikasi dengan: “*The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence*”. Tversky (2000) menjelaskan mengenai teori prospek. Teori prospek ini menjelaskan bahwa manusia tidak selalu berpikir rasional dan mempertimbangkan preferensi sebagai suatu fungsi timbangan – timbangan keputusan. *Disposition effect* adalah perilaku menyimpang investor yang terlalu cepat merealisasikan keuntungan dan menahan kerugian terlalu lama. Dapat dikatakan bahwa investor tidak selalu rasional dalam mengambil keputusan. Beberapa investor cenderung bersifat *risk averse* saat mengalami keuntungan dan justru bersifat *risk taking* saat mengalami kondisi rugi.

Kebanyakan investor mestinya akan memilih investasi yang pasti yang memberikan tingkat pengembalian \$90.000 dibandingkan dengan investasi yang memberikan tingkat pengembalian \$100.000 dengan probabilitas 90% dan 10% tidak akan menerima apa – apa. Ilustrasi tersebut menggambarkan perilaku *risk averse* yang dilakukan oleh investor pada tingkat pengembalian yang sama.

Contoh lain, pada saat investor harus dihadapkan dengan situasi yang akan mengalami kerugian sebesar \$90.000 atau 90% kemungkinan rugi sebesar \$100.000 dan 10% kemungkinan tidak rugi. Dua pilihan tersebut memiliki tingkat harapan pengembalian yang sama. Saat ini, kebanyakan investor akan memilih 90% rugi sebesar \$100.000 dan 10% tidak rugi. Sebenarnya pilihan ini lebih berisiko. Ilustrasi tersebut menggambarkan perilaku investor yang bersifat *risk taking* saat menghadapi kondisi rugi.

Hasil penelitian Odean (1998) membuktikan bahwa pada umumnya para investor lebih cepat merealisasikan keuntungannya daripada merealisasikan kerugian. Dhar & Zhu (2006) menemukan bukti empiris bahwa pada investor profesional yang lebih sejahtera, tingkat *disposition effect* lebih rendah. Barber, et al (2007) menemukan bukti bahwa 84% investor di Taiwan lebih cepat menjual saham yang sedang untung daripada menjual saham yang sedang rugi. Goetzman & Mazza (2008) membuktikan bahwa pada saat terjadi banyak *disposition effect*, maka volatilitas, *return* dan *trading volume* saham menurun.

Penelitian Brown, et al (2006) menghasilkan beberapa temuan penting terkait *disposition effect*, yaitu:

- a. Investor bermodal besar cenderung lebih sedikit dipengaruhi *disposition bias*
- b. *Disposition effect* semakin berkurang dalam jangka waktu yang lebih lama dan akan tidak dapat dideteksi dalam waktu 200 hari sejak dilakukan pembelian dalam perdagangan
- c. Investor institusi lebih jarang melakukan *disposition bias* daripada investor individu



- d. Loyalitas pemegang saham pada emiten mengurangi pilihan menjual saham yang sedang untung
- e. Pembalikan arah *disposition effect* pada bulan Juni (bulan terakhir tahun pajak Australia) tidak terjadi pada investor yang tidak memperoleh keuntungan dari penghematan pajak (tax shields).

Hasil penelitian Yohanes Indrayono (2010) membuktikan bahwa pada periode sebelum krisis financial *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara book value per share dengan harga saham. Sementara pada periode saat terjadi dan setelah krisis financial, *disposition effect* melemahkan hubungan antara earning per share dengan harga saham. Sementara penelitian Salma Zaiane (2013) menemukan bahwa ada hubungan positif antara *trading volume* dengan volatilitas. Hubungan positif tersebut mengungkapkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa tidak terjadi *disposition effect*. Adanya perbedaan hasil penelitian mengenai terjadinya *disposition effect* yang dilakukan beberapa peneliti sebelumnya membuat hal ini menjadi menarik untuk dilakukan pengujian kembali di pasar modal Indonesia mengenai ada atau tidaknya *disposition effect*.

Pada awal tahun 1977, penelitian akademis telah menggunakan data harga saham dan earning per share untuk mengklasifikasikan saham-saham menjadi value atau glamour. Saham yang termasuk kategori value adalah saham yang underpriced, memiliki earning per share yang rendah dan dividen yield tinggi. Sebaliknya, saham yang termasuk kategori glamour adalah kelompok saham-saham overpriced yang memiliki earning per share tinggi dan dividen yield rendah.

Penelitian ini akan melihat fenomena *disposition effect* pada glamour stocks. Glamour stocks ini merupakan kelompok saham-saham yang populer pada perdagangan di pasar modal. Glamour stocks ini merupakan perusahaan – perusahaan yang nilai sahamnya dinilai tinggi oleh pasar. Kelompok saham ini biasa juga disebut dengan istilah bluechips.

Beberapa investor biasanya lebih tertarik terhadap saham-saham yang memiliki nilai pergerakan yang baik di masa lalu. Hal ini menyebabkan glamour stocks menjadi mahal dan favorit diperdagangkan. Perlakuan sebaliknya terhadap saham-saham yang memiliki nilai pergerakan yang buruk di masa lalu, para investor melepas saham-saham yang demikian sehingga menyebabkan saham-saham tersebut menjadi underpriced.

Berdasarkan penelitian Fama dan French (1998) yang membandingkan antara glamour dan value stocks, didapatkan hasil bahwa value stocks mengungguli glamour stocks dan pasar secara keseluruhan. Bahkan studi akademis empiris belakangan ini secara konsisten menyatakan bahwa anomali banyak terjadi pada value stocks. Hal ini terjadi karena berdasarkan penelitian, value stocks memberikan *return* yang tinggi.

Penelitian mengenai anomali pasar keuangan maupun *disposition effect* belum banyak dilakukan pada glamour stocks, termasuk di pasar modal Indonesia. Karena itu, penelitian kali ini akan melihat apakah terjadi *disposition effect* pada glamour stocks di Bursa Efek Indonesia atau tidak. Mengingat bahwa glamour stocks umumnya akan lebih stabil dan mestinya lebih jarang terjadi anomali. Namun kebenaran itu masih perlu diuji lagi karena pergerakan IHSG cukup fluktuatif dan glamour stocks adalah kelompok saham yang favorit diperdagangkan. Inilah yang menyebabkan pengujian *disposition effect* pada glamour stocks menjadi menarik untuk dilakukan.

Faktor-faktor yang digunakan menjadi penanda terjadinya *disposition effect* adalah volatilitas, *return* dan *trading volume*. Faktor-faktor tersebut menjadi variabel endogen yang akan diuji hubungan kausalitasnya dalam penelitian ini sebagai penanda terjadinya *disposition effect* yang dilihat dari transaksi mingguan selama 3 tahun berturut-turut dari tahun 2010 - 2012.

Volatilitas sebagai salah satu variabel endogen yang digunakan dalam penelitian ini dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam



suatu periode waktu tertentu. Tingkat volatilitas yang signifikan menunjukkan kondisi pasar yang tidak efisien dan menjadi salah satu indikator terjadinya bias. Volatilitas erat kaitannya dengan *return* saham. Jika terjadi *disposition effect*, saat *return* turun, *trading volume* akan tetap dan bahkan meningkat. Kondisi ini menunjukkan bahwa pasar modal belum efisien, karena ada bias dalam pasar tersebut.

Dalam pasar yang tidak efisien, tinggi rendahnya harga saham tergantung pada banyak investor yang melakukan sell dan buy saham tersebut pada waktu yang berdekatan dan relatif singkat. Naik turunnya harga saham secara signifikan, menggambarkan kondisi pasar yang tidak efisien.

Fenomena yang terjadi di Bursa Efek Indonesia belakangan ini adalah harga saham yang tidak mencerminkan nilai fundamentalnya. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah jumlah permintaan atau tingkat ekspektasi investor terhadap saham tersebut. Jumlah permintaan dan ekspektasi investor yang tinggi menyebabkan harga saham menjadi tinggi. Selain itu, investor cenderung terburu-buru dalam merealisasikan keuntungannya dan terlalu lama menahan kerugian.

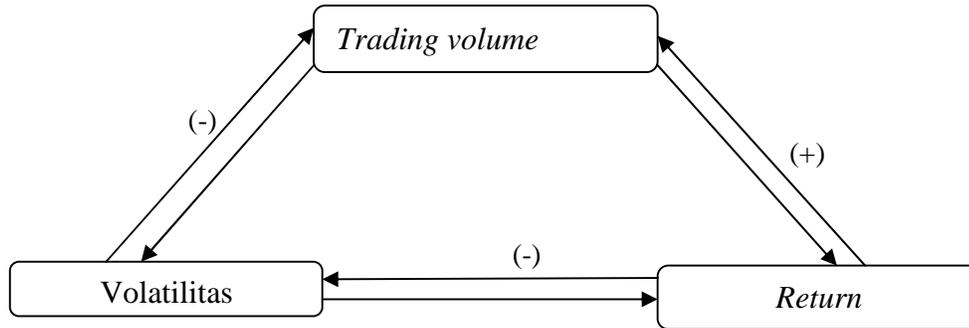
Beberapa fenomena di atas menjelaskan bahwa di pasar Indonesia terjadi bias. Seringkali investor tidak rasional dalam mengambil keputusan. Pembahasan mengenai bias atau anomali dalam pasar modal Indonesia belum banyak diperbincangkan, padahal perilaku keuangan ini menjadi dasar bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Berdasarkan grafik, digambarkan bahwa pasar Indonesia terus bertumbuh. Sehingga kebermasalahan dalam investasi sekuritas perlu diteliti dan dikupas lebih dalam. Penelitian ini dikhususkan pada *glamour stocks* karena penelitian sebelumnya yang menguji tentang anomali maupun *disposition effect* banyak dilakukan pada *value stocks* saja. Untuk itu, penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai fenomena *disposition effect* pada *glamour stocks* di Bursa Efek Indonesia.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pada penelitian ini akan dirumuskan hipotesis berupa pembuktian terbalik berdasarkan teori yang telah dijelaskan pada sub bab sebelumnya. Pembuktian terbalik mengenai hubungan *trading volume* dengan volatilitas didasarkan pada teori *asymmetric information model*, hubungan *trading volume* dengan *return* yang didasarkan pada teori likuiditas Amihud dan Mendelson (1986), dan hubungan volatilitas dengan *return* berdasarkan pembuktian terbalik dari teori investasi *high risk, high return*. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu maka hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H1 : Pada saat terjadi *disposition effect*, *trading volume* berhubungan negatif dengan volatilitas
- H2 : Pada saat terjadi *disposition effect*, *trading volume* berhubungan positif dengan *return* saham
- H3 : Pada saat terjadi *disposition effect*, volatilitas berhubungan negatif dengan *return*
- H4 : Terjadi *disposition effect* pada *glamour stocks* di Bursa Efek Indonesia, dilihat dari variabel *return*, volatilitas dan *trading volume*.

Kerangka Pemikiran



- Volatilitas adalah ukuran terhadap sebaran/dispersi di sekitar rata-rata hasil dari sebuah sekuritas (www.ipotnews.com).
- *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa mendatang (Jogiyanto,2000:107)
- *Trading volume* atau volume perdagangan merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume saham yang diperdagangkan di pasar (Wang Sutrisno, 2000).

METODE PENELITIAN

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah VAR (Vector Autoregressive), metode ini merupakan alat analisis atau metode statistik yang bisa digunakan untuk memproyeksikan sistem variabel-variabel runtut waktu (time series). Metode ini sesuai dengan penelitian yang sedang dilakukan yakni menganalisis keputusan investor dalam berinvestasi pada glamour stocks.

Metode VAR dalam penelitian ini akan memproyeksikan hubungan keterkaitan antara variabel-variabel *trading volume*, volatilitas dan *return* untuk mengindikasikan apakah terjadi *disposition effect* pada glamour stocks di pasar modal Indonesia apakah terjadi atau tidak. Dalam metode VAR ini, perumusan hipotesis penelitian mengenai hubungan kausalitas antar variabel dijelaskan melalui Impulse Response Function (IRF) dan Variance Decomposition. Secara sederhana persamaan VAR dengan lag 1 dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$y_{1t} = \alpha_0 + \alpha_1 y_{1t-1} + \alpha_2 y_{2t-1} + \mu_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 y_{2t-1} + \beta_2 y_{1t-1} + \mu_{2t}$$

atau dalam bentuk matrix:

$$\begin{matrix}
 \begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} & = & \begin{pmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \end{pmatrix} & + & \begin{pmatrix} \beta_{11} & \alpha_{11} \\ \beta_{21} & \alpha_{21} \end{pmatrix} & \begin{pmatrix} y_{1t-1} \\ y_{2t-1} \end{pmatrix} & = & \begin{pmatrix} u_{1t} \\ u_{2t} \end{pmatrix} \\
 y_t & & \alpha_0 & + & \alpha_1 y_{t-1} & + & u_t & \\
 2 \times 1 & & 2 \times 1 & & (2 \times 2) & & (2 \times 1) & (2 \times 1)
 \end{matrix}$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Kestasioneran

Sebelum melakukan estimasi persamaan, langkah awal yang harus dilakukan adalah melakukan uji stasioner untuk setiap variabel yang digunakan. Pengujian ini dilakukan dengan



uji Augmented Dickey Fuller (ADF). Stasioneritas ditentukan dengan membandingkan nilai statistic ADF dengan nilai kritis MacKinnon. Apabila nilai statistic ADF-nya lebih kecil dari nilai kritis MacKinnon yaitu 0,05, maka data tersebut stasioner pada pengujian tingkat level. Pada pengujian tingkat level tersebut, semua variabel sudah stasioner.

Tabel 1
Uji Stasioneritas pada Tingkat Level

Variabel	Nilai ADF	Nilai Kritis	Keterangan
Tradevol	0.0000	0,05	Stasioner
Volatility	0.0000	0,05	Stasioner
Return	0.0000	0,05	Stasioner

Penentuan Lag Optimal

Tabel 2
Uji Lag Optimal

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	3.65e+10	32.83420	32.89285	32.85802
1	67.77268*	2.62e+10*	32.50371*	32.73832*	32.59900*

*angka optimal

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Panjang lag optimal untuk persamaan VAR hanya melibatkan masing-masing satu variabel lag. Perhitungan nilai optimal dari masing-masing kriteria untuk masing-masing lag tersebut mengindikasikan bahwa nilai optimal dari masing-masing criteria paling banyak terdapat pada lag satu. Oleh sebab itu, pada analisis VAR akan digunakan lag satu sebagai lag optimumnya. Dengan demikian, sesuai dengan ordo VAR sebagai berikut:

$$\text{Tradevol}_t = a_1 \text{Tradevol}_{t-1} + b_1 \text{Volatility}_{t-1} + c_1 \text{Return}_{t-1}$$

$$\text{Volatility}_t = a_1 \text{Tradevol}_{t-1} + b_1 \text{Volatility}_{t-1} + c_1 \text{Return}_{t-1}$$

$$\text{Return}_t = a_1 \text{Tradevol}_{t-1} + b_1 \text{Volatility}_{t-1} + c_1 \text{Return}_{t-1}$$

Uji Kestabilan

Uji ini menunjukkan bahwa persamaan VAR telah stabil pada lag optimalnya, yaitu lag satu karena nilai modulusnya kurang dari satu. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 4.4.

Tabel 3
Uji Kestabilan

Root	Modulus
0.593985	0.593985
-0.010683 - 0.047198i	0.048392
-0.010683 + 0.047198i	0.048392

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Uji Granger Causality

Tabel 4
Uji Granger Causality



Dependent variable: TRADEVOL

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
VOLATILITY	2.465318	1	0.1164
RETURN	3.359584	1	0.0668
All	3.551584	2	0.1693

Dependent variable: VOLATILITY

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TRADEVOL	1.894298	1	0.1687
RETURN	1.267776	1	0.2602
All	3.427059	2	0.1802

Dependent variable: RETURN

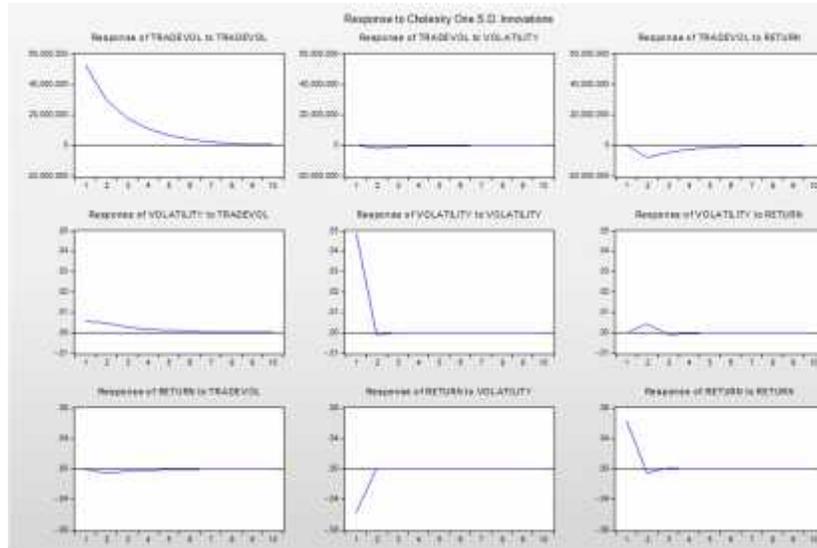
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TRADEVOL	0.700840	1	0.4025
VOLATILITY	0.360281	1	0.5484
All	1.250698	2	0.5351

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Dari hasil pengujian kausalitas granger, dapat dilihat bahwa tidak ada hubungan kausalitas granger antara tiga variabel tersebut. Indikasi adanya hubungan tersebut dilihat dari nilai probabilitasnya. Jika nilai probabilitas lebih besar dari 5%, maka tidak ada hubungan kausalitas granger.

Simulasi *Impulse Response Function*

Gambar 1
Impulse Response Function



Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Berdasarkan hasil IRF *trading volume*, lonjakan respon yang paling besar diberikan oleh *trading volume* atas guncangan *trading volume* itu sendiri. Lonjakan tersebut terjadi pada periode satu sampai periode tujuh atau satu minggu sampai tujuh minggu setelah terjadi guncangan pada *trading volume* itu sendiri. Hasil uji IRF ini yang menunjukkan bahwa respon signifikan yang diberikan *trading volume* hanya terjadi atas guncangan dari *trading volume* itu sendiri. Hasil ini mengindikasikan bahwa para investor *glamour stocks* ini cenderung spekulan. Para investor melakukan keputusan pembeliannya berdasarkan penjualan saham tersebut pada periode sebelumnya. Harga saham dapat terbentuk dari banyaknya permintaan. Dengan volume penjualan yang tinggi, harga saham akan menjadi tinggi dan para investor memutuskan untuk membeli saham-saham dengan volume penjualan tinggi pada periode sebelumnya. Kondisi demikian menandakan bahwa tidak terjadi *disposition effect* dan menandakan pasar dalam kondisi efisien.

Berdasarkan hasil IRF volatilitas, lonjakan respon terbesar yang diberikan oleh volatilitas terhadap volatilitas itu sendiri. Lonjakan tersebut merupakan respon positif, dimana kenaikan pada volatilitas satu periode sebelumnya akan direspon dengan kenaikan volatilitas periode berikutnya. Respon yang menurun secara drastic dan pada periode dua sampai sepuluh, volatilitas tidak memberikan respon terhadap guncangan volatilitas.

Berdasarkan hasil uji IRF, lonjakan respon besar terjadi atas guncangan pada volatilitas dan *return* itu sendiri. Tidak ada lonjakan *return* terhadap guncangan *trading volume*, hanya ada sedikit respon negative yang diberikan *return* terhadap guncangan *trading volume*. Lonjakan respon *return* terhadap guncangan volatilitas terjadi pada periode satu. Lonjakan tersebut merupakan respon negative. Lonjakan respon positif *return* terhadap guncangan *return* itu sendiri terjadi pada periode pertama. Melihat respon *return* terhadap guncangan variable;-variabel tersebut, mengindikasikan bahwa *return* sangat erat kaitannya dengan volatilitas. Antara *return* dan volatilitas ini saling mempengaruhi. Dalam hal ini berarti investor mengambil keputusan investasi dengan mengharap *return* dari investasinya tersebut dan mempertimbangkan volatilitas dari saham yang akan dibelinya tersebut. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa investor bersikap rasional dalam mengambil keputusan investasinya.

Analisis Variance Decomposition

Tabel 5



Analisis Variance Decomposition Trading volume

Period	S.E.	TRADEVOL	VOLATILITY	RETURN
1	52062208	100.0000	0.000000	0.000000
2	60836655	98.29670	0.092417	1.610881
3	63658065	97.86740	0.105506	2.027093
4	64627207	97.73551	0.109600	2.154894
5	64967013	97.69064	0.110999	2.198362
6	65086946	97.67497	0.111487	2.213544
7	65129374	97.66945	0.111659	2.218894
8	65144395	97.66749	0.111720	2.220786
9	65149714	97.66680	0.111742	2.221456
10	65151598	97.66656	0.111749	2.221693

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Hasil analisis dari *Variance decomposition* yang telah dibahas sebelumnya menunjukkan bahwa variabel yang paling mempengaruhi *trading volume* untuk 10 periode ke depan adalah *trading volume* itu sendiri. Selain dipengaruhi *trading volume* itu sendiri, juga dipengaruhi oleh *return* dan volatilitas walau pengaruhnya sangat kecil.

Tabel 6

Analisis Variance Decomposition Volatilitas

Period	S.E.	TRADEVOL	VOLATILITY	RETURN
1	0.048710	1.288766	98.71123	0.000000
2	0.049156	2.223125	96.96182	0.815055
3	0.049231	2.491654	96.66962	0.838723
4	0.049256	2.586742	96.56845	0.844813
5	0.049266	2.620422	96.53275	0.846833
6	0.049269	2.632344	96.52010	0.847552
7	0.049270	2.636566	96.51563	0.847806
8	0.049270	2.638062	96.51404	0.847897
9	0.049270	2.638591	96.51348	0.847928
10	0.049271	2.638779	96.51328	0.847940

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Hasil analisis dari *Variance decomposition* yang telah dibahas sebelumnya menunjukkan bahwa variabel yang paling mempengaruhi untuk 10 periode ke depan adalah volatilitas itu sendiri. Selain dipengaruhi volatilitas itu sendiri, juga dipengaruhi *trading volume* walaupun nilai pengaruhnya sangat kecil sekita 2%. Sedangkan variabel *return* memberikan pengaruh yang paling kecil dibanding variabel lainnya, yaitu di bawah 1%.

Tabel 7

Analisis Variance Decomposition Return

Period	S.E.	TRADEVOL	VOLATILITY	RETURN
1	0.084367	0.015945	46.18190	53.80215
2	0.084735	0.406930	45.78164	53.81143
3	0.084787	0.518627	45.72735	53.75402
4	0.084805	0.557925	45.70801	53.73406
5	0.084811	0.571860	45.70119	53.72695



6	0.084813	0.576795	45.69878	53.72443
7	0.084814	0.578542	45.69792	53.72354
8	0.084815	0.579161	45.69762	53.72322
9	0.084815	0.579381	45.69751	53.72311
10	0.084815	0.579458	45.69747	53.72307

Sumber: Data sekunder yang telah diolah

Hasil analisis dari *Variance decomposition* yang telah dibahas sebelumnya menunjukkan bahwa variabel yang paling mempengaruhi *return* untuk 10 periode ke depan, selain *return* itu sendiri adalah volatilitas, dengan nilai yang relative besar. Sementara nilai pengaruh *trading volume* relative kecil. Ini menjelaskan bahwa *return* dipengaruhi oleh *return* masa lalunya dan dengan proporsi yang seimbang dipengaruhi volatilitas. Dalam hal ini volatilitas mampu menjelaskan *return*. Menandakan bahwa investor mempertimbangkan volatilitas suatu saham untuk meramalkan *return* atau imbal hasil bagi keputusan investasinya. Ini menandakan bahwa pasar berada dalam kondisi efisien, dimana investor mempertimbangkan pergerakan masa lalu sebagai dasar keputusan investasinya.

KESIMPULAN

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil pembahasan mengenai ada tidaknya *disposition effect* yang dilihat dari hubungan antara *trading volume*, volatilitas dan *return* pada glamour stocks tahun 2010 – 2012 dengan menggunakan metode *vector autoregression* adalah sebagai berikut:

1. Tidak terjadi *disposition effect* seperti yang dikemukakan Shefrin dan Statman (1985) pada glamour stocks di pasar modal Indonesia. Berarti H4: Terjadi *disposition effect* pada glamour stocks di Bursa Efek Indonesia, dilihat dari variabel *return*, volatilitas dan *trading volume* ditolak. Hal ini dikarenakan bahwa investor bertindak rasional dalam melakukan investasi pada glamour stocks. Sehingga tidak ada bias *disposition effect*, karena glamour stocks termasuk saham-saham yang stabil dan harga yang tinggi membuat para investor memperhatikan setiap informasi yang tepat terkait pergerakan masa lalu maupun fundamentalnya sebelum mengambil keputusan investasi.
2. *Disposition effect* dapat dilihat dari hubungan antara *trading volume*, volatilitas dan *return*. Hal ini membuktikan bahwa H1: Pada saat terjadi *disposition effect*, *trading volume* berhubungan positif dengan volatilitas, H2: Pada saat terjadi *disposition effect*, *trading volume* berhubungan positif dengan *return* saham, H3: Pada saat terjadi *disposition effect*, volatilitas berhubungan negatif dengan *return*. Pembuktian ini dilihat dari hasil uji Impulse Respon Function (IRF) yang menunjukkan respon (positif maupun negatif) suatu variabel terhadap gejolak dari variabel lainnya. Besarnya pengaruh suatu variabel dengan variabel lainnya diketahui dari hasil uji Variance Decomposition. Dari pengujian-pengujian tersebut, maka dapat dikatakan bahwa *trading volume*, volatilitas dan *return* mingguan mampu mengindikasikan fenomena *disposition effect*, apakah terjadi atau tidak.

REFERENSI

- Amihud, Mendelson. 1986. "Asset Pricing and The Bid – Ask Spread." *Journal of Financial Economics* 17 (1986) 223-219. North-Holland.



- Barberis N dan Xiong W. 2009. "What Drives The *Disposition effect*? An Analysis of A Long-Standing Preference Based Explanation." *The Journal of Finance*, 64(2): 751-784.
- Bodie, Kane and Marcus. 2008. *Investment*. Singapura: McGraw-Hill.
- Camerer C. 2000. "Prospect theory in the wild: evidence from the field," in *Choices, values and frames*. Kahneman D. & Tversky A. (eds), Russell Sage, New York and Cambridge University Press, Cambridge.
- Dhar R, Zhu N. 2002. "Up Close and Personal: An Individual Level Analysis of The *Disposition effect*." Yale of School Management Working Paper.
- Frazzini, A. 2006. "The *Disposition effect* and Underreaction to News." *The Journal of Finance*, 61(4): 2017-2046
- Goetzmann, W. N dan Mazza, M. 2002. "Daily Momentum and Contrarian Behaviour on Index Fund Investors." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37: 375 – 389.
- Grinblatt, M dan Keloharju, "What Makes Investors Trade?" *The Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 589-616, 2001
- Grinblatt, M dan Han, B. 2005. "Prospect theory, Mental Accounting and Momentum." *Journal of Financial Economics* 78: 311 – 339.
- Indrayono, Yohanes. 2010. "*Disposition effect* Terhadap Hubungan Antara Nilai Fundamental dan Harga Saham Pada Periode Krisis Finansial." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 15, No. 3 September 2011, hlm 315-326.
- Jogiyanto. 2012. *Pasar Efisien Secara Informasi, Operasional dan Keputusan*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Kahneman, D dan Tversky, A. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk." *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979), pp. 263-292.
- Kuncoro, M. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*, Edisi 3. Jakarta: Erlangga.
- Manurung, Adler Hayman. *Teori Perilaku Keuangan (Financial Behaviour)*, <http://www.finansialbisnis.com/Data2/Riset/Teori%20Perilaku%20Keuangan.pdf>.
- Odean, T. 1998. "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *The Journal of Finance*, 53(5): 1775-1798.
- Prosad JM, Kapoor S dan Sengupta, J. 2013. "Impact of Overconfidence and the *Disposition effect* on *Trading volume*: An Empirical Investigation of Indian Equity Market." *Int. J. Res. Manag Technol*, 3(4): 109-116.
- Shefrin H, Statman M. 1985. "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence." *The Journal of Finance*, 40(3)



- Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, Texas December 28-30, 1984: 777-790
- Tim Studi Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia. 2011. "Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia," Kementerian Keuangan Republik Indonesia.
- Usman, Husaini. 2003. Pengantar Statistika. Jakarta: PT Bumi Aksara.
- Wang T, Huang Z. 2012. "The Relationship Between Volatility and *Trading volume* in the Chinese Stock Market: A Volatility decomposition perspective." *Annals of Economics and Finance*, 13 (1):211-236.
- Weber, M dan Camerer C. 1998. "The *Disposition effect* in Securities Trading: an Experimental Analysis." *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33(2): 167-184
- Widarjono A. 2007. *Ekonometrika Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis*. Edisi kedua. Yogyakarta: Ekonisia.
- Yogatama, Awan. 2013. "Kajian Integrasi Sektor Perbankan ASEAN +3 Berdasarkan Analisis Keterkaitan pada Central Bank Rate dengan Menggunakan Metode VAR Periode Tahun 2006 – 2013." Skripsi. Universitas Diponegoro.
- Yonathan S, Hadi. 2000. "Analisis Vector Auto Regression (VAR) Terhadap Korelasi Antara Pendapatan Nasional dan Investasi Pemerintah di Indonesia, 1983 / 1984 – 1999 / 2000." *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Volume 6 Nomor 2.
- Zaiane, Salma. 2013. "Overconfidence, *Trading volume* and *Disposition effect* : Evidence From the Shenzhen Stock market of China." *Issues in Business Management and Economics Vol.1 (7)*, pp. 163-175, November 2013.
- Veronika, Hermina. 2011. "Analisis *Disposition effect* dan Momentum Studi Empiris Terhadap Saham-Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010." Tesis. Universitas Indonesia.
- www.ipotnews.com

