

DISPOSITION EFFECT DAN MOMENTUM

Dea Nurita

Departemen Manajemen Keuangan, Universitas Diponegoro, Semarang, Indonesia,
dea.nurita@gmail.com

Abstract

Background - An important challenge for behavioral finance is to find a direct relationship between the behavior of individual investors and asset price dynamics. One of irrational investors are most conspicuous in the financial markets is the tendency of some investors to sell winner stocks too early and keep losers stocks too long, called the disposition effect. Disposition effect can trigger a momentum in the stock price.

Aim - To examine the past returns and disposition effect in predicting the momentum of stock returns.

Design / methodology / approach - The data used in this study is weekly data. This study uses a variable capital gain overhang as a proxy disposition effect. Other variables used in this study is the stock return short, medium, and long period, turnover short, medium, and long period, and market capitalization. The analytical method used is regression and different test.

Results and Discussion - Simultaneous test results also show that the variables of short period return, medium period return, long period return, short period turnover, medium period turnover, long period turnover, and market capitalization together have an effect on the capital gain overhang variable. The adjusted R2 value in this model shows that the independent variable in this equation is able to explain the dependent variable of 35.1%. Stocks with a low capital gain overhang (G1), have a low return value as well. Likewise, stocks with high capital gain overhangs (G4), have high return values. The disposition effect is an important cause of momentum, stocks with high capital gain overhangs will have positive returns. From these results, it can be concluded that hypothesis 2 is supported, namely the disposition effect can predict the presence of momentum in stock returns.

Conclusion - The results showed past returns can predict the momentum in stock returns and disposition effect could predict the momentum of stock return.

Research Implication - This research can provide an overview of the anomalies that often occur in the capital market, particularly the existence of the disposition effect and momentum in the Indonesian capital market.

Limitations - This research uses only one proxy, namely the capital gain overhang as a proxy for the disposition effect which was first developed by the research of Grinblatt and Han (2005) and there are no other proxies that can be used to compare research results.

Keywords : disposition, effect, momentum, returns, capital, gains

Abstrak

Latar belakang - Sebuah tantangan penting bagi *behavioral finance* adalah untuk menemukan hubungan langsung antara perilaku investor individu dan dinamika harga aset. Salah satu pola tidak rasionalnya investor yang paling mencolok di pasar keuangan adalah kecenderungan beberapa investor untuk menjual saham *winner* terlalu dini dan menjaga saham *losers* terlalu lama, disebut sebagai *disposition effect*. *Disposition effect* ini dapat memicu terjadinya momentum pada harga saham.

Tujuan - Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji *past return* dan *disposition effect* dalam memprediksi momentum pada *return* saham.

Desain / metodologi / pendekatan - Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data mingguan. Penelitian ini menggunakan variabel *capital gain overhang* sebagai proksi *disposition effect*. Variabel lain yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* saham periode *short*, *medium*, dan *long*, *turnover* periode

Diterima : 08 April 2022

Direview : 14 April 2022

Direvisi : 13 Mei 2022

Disetujui : 31 Mei 2022



short, medium, dan long, dan market capitalization. Metode analisis yang digunakan adalah regresi dan uji beda.

Hasil dan Pembahasan - Hasil uji secara simultan juga menunjukkan bahwa variabel return periode short, return periode medium, return periode long, turnover periode short, turnover periode medium, turnover periode long, dan market capitalization secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap variabel capital gain overhang. Nilai adjusted R² pada model ini menunjukkan bahwa variabel independen dalam persamaan ini mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 35,1%. Saham dengan capital gain overhang yang rendah (G1), memiliki nilai return yang rendah pula. Begitu juga saham dengan capital gain overhang yang tinggi (G4), memiliki nilai return yang tinggi pula. Disposition effect merupakan penyebab penting momentum, saham yang memiliki capital gain overhang yang tinggi akan memiliki return yang positif. Pada hasil ini dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 didukung, yakni disposition effect dapat memprediksi keberadaan momentum pada return saham.

Kesimpulan - Hasil penelitian menunjukkan *past return* dan *disposition effect* dapat memprediksi momentum pada *return* saham. Kedua hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini didukung.

Implikasi penelitian - Penelitian ini dapat memberikan gambaran tentang anomali yang sering terjadi di pasar modal, khususnya *disposition investor* yang dapat memicu adanya *disposition effect* dan momentum di pasar modal Indonesia.

Batasan penelitian - Penelitian ini hanya menggunakan satu proksi yaitu *capital gain overhang* sebagai proksi *disposition effect* yang pertama kali dikembangkan oleh penelitian Grinblatt dan Han (2005) dan tidak ada proksi lain yang dapat digunakan untuk membandingkan hasil penelitian.

Kata kunci : *disposition, effect, momentum, returns, capital, gains*

PENDAHULUAN

Pada dasarnya penelitian ini berkaitan dengan perkembangan yang terjadi pada ilmu manajemen keuangan, khususnya yang berkaitan dengan teori investasi di pasar modal. Perkembangan disini berupa pergeseran yang terjadi pada kecenderungan di kalangan peneliti dalam mengamati perilaku para investor di pasar modal. Pergeseran dari pendekatan yang cenderung lebih mengandalkan model-model statistika ekonometrika ke arah yang lebih memperhatikan dan menjelaskan aspek-aspek psikologis yang mempengaruhi perilaku investor, melalui pemahaman konsep *behavioral finance* (Asri, 2013).

Efficient Market Hypothesis (EMH) mula-mula diperkenalkan oleh Fama pada tahun 1970, yang mengatakan bahwa dalam pasar modal yang efisien, semua informasi tercermin pada harga, yang akan menyesuaikan dengan cepat dan tepat terhadap informasi baru. Terdapat tiga bentuk efisien pasar yang dikemukakan Fama, antara lain adalah (1) Hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) Hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semistrong form of the efficient market hypothesis*), dan (3) Hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Masing-masing bentuk pasar efisien terkait erat dengan sejauh mana

penyerapan informasi yang terjadi di pasar. Teori ini merupakan teori konvensional yang kemudian menjadi banyak perbincangan karena ditemukannya banyak anomali atau penyimpangan di pasar modal (Bodie *et al.*, 2011). Sebuah tantangan penting bagi *behavioral finance* adalah untuk menemukan hubungan langsung antara perilaku investor individu dan dinamika harga aset. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa sebagian besar investor bersikap tidak rasional dan rentan terhadap perilaku heuristik yang mengarah pada suboptimalnya pilihan investasi. Salah satu pola tidak rasionalnya investor yang paling mencolok di pasar keuangan adalah kecenderungan beberapa investor untuk menjual saham *winner* terlalu dini dan menjaga saham *losers* terlalu lama, yang kemudian oleh Shefrin dan Statman (1985) disebut sebagai *disposition effect*. *Disposition effect* merupakan salah satu implikasi perluasan dari Kahneman dan Tversky's (1979), yakni *prospect theory to investment*. Kombinasi *mental accounting* (De Bondt dan Thaler, 1985) dan *prospect theory* (Kahneman dan Tversky, 1979) dianggap sebagai penjelasan yang masuk akal untuk efek ini. *Disposition effect* ini dapat memicu terjadinya momentum pada harga saham. Permintaan akan saham perusahaan dari investor *disposition* akan tergantung dari

sejarah performa harga saham tersebut (Bodie *et al.*, 2011).

Liu *et al.* (2017) mengungkapkan bahwa meskipun *disposition effect* adalah fitur mendasar dari perilaku perdagangan, hal ini berkebalikan dengan teori keuangan tradisional yang berdasarkan pada teori *expected utility*. Sedangkan penyebab yang mendasarinya memang masih belum jelas. Banyak peneliti mencoba menjelaskan *disposition effect*, seperti, masalah pengendalian diri (Shefrin dan Statman, 1985). Sebagian besar penjelasan di atas didasarkan pada analisis kualitatif dan masih ditemukan berbagai hasil yang kontradiktif dari data perdagangan di pasar keuangan nyata (Odean, 1998). Terdapat dua fenomena yang menarik yang berkembang di bidang *behavior finance*, yakni momentum dan *reversal*. Fenomena momentum adalah tren kelanjutan dari *past return*, yaitu *past winners* akan terus mengalahkan *past losers*. Hal ini terjadi karena difusi informasi yang lambat yang menyebabkan *underreaction* pada pasar. Sedangkan fenomena *reversal* adalah kebalikannya, yakni *past losers* mengungguli *past winners* (Fernandes dan Renato, 2008). De Bondt dan Thaler (1985), mengungkapkan bahwa akibat korelasi *return* saham, investor cenderung *underreact* dalam jangka pendek dan *overreact* dalam jangka

menengah/panjang terhadap berita baik/buruk.

Penelitian ini berfokus pada anomali momentum. Terdapat beberapa model perilaku yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengenai isu ini, antara lain yakni Daniel *et al.* (1998), memaparkan bahwa investor cenderung *overconfidence* dan juga menderita *self attribution bias*. Perilaku mereka menghasilkan *overreaction*. Model ini menunjukkan adanya momentum jangka pendek dan *reversal* jangka panjang. Barberis *et al.* (1998) berpendapat bahwa *representatives heuristic* dapat menyebabkan investor meramalkan pertumbuhan laba saat ini baik ke masa depan. Pada saat yang sama, *conservatism bias* investor menyebabkan *underreaction* informasi publik. Penelitian terbaru menunjukkan heterogenitas yang besar di kalangan investor dalam kecenderungan *disposition effect*. Dhar dan Zhu (2006), menggunakan data perdagangan yang sama (1991-1996) dengan Barber dan Odean (2000), menunjukkan bahwa beberapa investor konsisten dengan perilaku *disposition effect* sementara yang lain tidak. Sebagian besar literatur harga aset juga mengkategorikan investor menjadi dua jenis, yakni: investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi. Banyak makalah juga berpendapat bahwa investor individu lebih rentan terhadap bias

perilaku termasuk *disposition effect* (Hur *et al.*, 2010). Serangkaian studi penelitian yang dilakukan Tyszka *et al.* (2008) menunjukkan bahwa pada basis pengamatan arah yang sama, beberapa orang tampaknya percaya pada *continuation trend* (strategi momentum), sementara yang lain percaya *reversal trend* (strategi kontrarian).

Penelitian ini melakukan pengujian *cross-sectional regressions* menggunakan *capital gain overhang* untuk proksi *aggregate unrealized capital gain/losses*. Frazzini (2006), juga mengungkapkan bahwa untuk melakukan tes dalam memprediksi *return* yang didorong oleh *disposition effect*, harus membangun sebuah variabel pengukuran yakni *unrealized capital gains/losses*. *Capital gain overhang* dapat didefinisikan sebagai besarnya persentase deviasi pada basis biaya agregat dari harga saham saat ini.

Penelitian lebih lanjut sebaliknya menemukan arah harga yang mengikuti pola *reversal* dalam horizon waktu yang sangat pendek dan panjang, masing-masing dalam waktu satu bulan (Jegadeesh dan Titman, 1993) dan lebih dari tiga sampai lima tahun terakhir (De Bondt dan Thaler, 1985). Sehingga isu ini masih sangat kontroversial, karena tidak ada penjelasan yang rasional maupun tidak rasional yang telah diterima secara umum. Namun ada beberapa perkembangan teoritis dalam subjek ini,



penelitian terbaru menggabungkan bukti psikologis ke dalam model harga keseimbangan. Cutler *et al.* (1991), menemukan korelasi yang positif untuk horizon waktu lebih dari 1 bulan. Bernard dan Thomas (1990), menunjukkan bahwa *reversal* terjadi untuk waktu yang lebih lama dari 9 bulan. Barberis *et al.* (1998), menyimpulkan bahwa korelasi negatif antara *past* dan *future return* terjadi selama horizon waktu 3-5 tahun. Penelitian Grinblatt dan Keloharju (2001), menemukan bahwa investor adalah *momentum traders* untuk horizon waktu singkat yakni 2-3 hari, tetapi *contrarian traders* untuk horizon waktu yang lebih lama. Sedangkan Rabin (2002), menunjukkan ketika investor berada pada bobot signal informasi yang pendek, *disposition effect* diharapkan segera terdapat dalam horizon waktu yang pendek. Berbeda dengan penelitian De Bondt (1993), yang menemukan bukti bahwa *future return* berkorelasi positif dengan tren pasar yang panjang, lebih dari 4 tahun terakhir.

Penelitian De Bondt dan Thaler (1985), pertama kali menjelaskan bagaimana menilai strategi pengambilan keputusan investasi berdasarkan pada *past return*. Namun penelitian Frazzini (2006) lebih lanjut menjelaskan bagaimana spesifikasi preferensi *prospect theory* dan *mental accounting*, yang cenderung menghasilkan *disposition effect*

dapat memainkan peran penting dalam menjelaskan dinamika *asset pricing* dan *cross section return* saham. Grinblatt dan Han (2005), menunjukkan bahwa *disposition effect* (menggunakan proksi *capital gain overhang*) akan lebih mampu memprediksi *expected return* dibandingkan *past price*. Jika investor mengikuti *disposition effect*, saham dengan *agregat unrealized capital gain* cenderung mengungguli *unrealized capital loss*. Sehingga *disposition effect* menjelaskan keberadaan momentum.

TINJAUAN PUSTAKA

Prospect Theory

Menurut Liu *et al.* (2017), pandangan mengenai *disposition effect* berdasarkan *prospect theory* Kahneman dan Tversky (1979) telah menunjukkan kemajuan dalam kontribusi ilmiahnya. Berbeda dari teori tradisional *expected utility*, *prospect theory* memiliki fitur yang berbeda, diantaranya adalah titik referensi, nilai keuntungan atau kerugian didasarkan pada pilihan referensi titik; fungsi nilai, dengan asumsi fungsi utilitas cekung di atas titik referensi, sedangkan fungsi utilitas cembung di bawah titik referensi; penghindaran kerugian, lebih sensitif terhadap kerugian daripada untuk keuntungan yang sama besarnya; dan fungsi pembobotan probabilitas, probabilitas yang ditransformasikan dari probabilitas objektif



melalui fungsi pembobotan probabilitas. Dibandingkan dengan teori *expected utility*, fitur *prospect theory* menangkap karakteristik investor lebih akurat (Barberis et al., 2016). Fungsi nilai berbentuk S yang menjelaskan lebih banyak penjualan saham dengan keuntungan dan lebih sedikit penjualan saham dengan kerugian dapat berkontribusi lebih pada prediksi *disposition effect*.

Menurut Dacey dan Zielonka (2008), *disposition effect* biasanya dikaitkan dengan *prospect theory* dari Kahneman dan Tversky (1979). Penjelasan mengenai *disposition effect* harus mempertimbangkan dua fungsi yang dijelaskan dalam *prospect theory*, yakni: fungsi nilai dan fungsi probabilitas pembobotan. Fungsi nilai didefinisikan berdasarkan basis keuntungan dan kerugian, daripada level kekayaan. Ketika investor mengalami pertumbuhan akan harga saham, investor berada dalam domain keuntungan, dan ketika mengalami kejatuhan harga saham, investor berada dalam domain kerugian.

Mental Accounting

Gagasan *mental accounting* yang diperkenalkan oleh De Bondt dan Thaler (1985) adalah satu set operasi kognitif yang digunakan oleh individu dan institusi untuk mengatur, mengevaluasi, dan menjaga jalur aktivitas keuangannya. Shefrin dan Statman (1985), membuktikan bahwa investor

menyimpan *mental account* yang terpisah untuk setiap saham. Dalam akun tersebut, investor memaksimalkan fungsi nilai berbentuk-S, yang cekung di domain keuntungan dan cembung di domain kerugian. Beberapa penelitian seperti Grinblatt dan Han (2005) dan Bouljebene et al. (2009), menjelaskan bahwa kecenderungan investor untuk merealisasikan saham *winner* lebih cepat dan menahan saham *losers* lebih lama didorong oleh *prospect theory* dan *mental accounting*.

Seeking Pride and Avoiding Regret

Motif untuk mengejar sukses adalah kemampuan untuk mengalami perasaan bangga dalam pencapaian, sedangkan motif menghindari kegagalan adalah untuk menghindari perasaan malu jika terjadi kegagalan. Hal ini yang disebut mencari kebanggaan dan menghindari penyesalan (Goo et al., 2010).

Hipotesis

Asset pricing sering digunakan untuk menampilkan beberapa komponen prediktif. Tingkat *return* saham sebagian besar dijelaskan oleh pola *past return* dari saham yang sama (Grinblatt dan Moskowitz, 2004). Muncul fenomena yang menarik dan berkembang di bidang *behavior finance*, yakni momentum dan *reversal*. Fenomena momentum adalah tren keberlanjutan dari *past return*, yaitu *past winners* akan terus



mengalahkan *past losers*. Sedangkan fenomena *reversal* adalah kebalikannya, yakni *past losers* mengungguli *past winners* (Fernandes dan Renato, 2008). De Bondt dan Thaler (1985), menulis salah satu artikel pertama untuk menilai strategi berdasarkan pada *past return*. Penelitiannya menemukan fenomena pembalikan dengan data dari Amerika Serikat, dimana pada periode yang panjang (tiga sampai lima tahun) *past losers* mengungguli *past winners*. Di sisi lain, Jegadeesh dan Titman (1993) membuktikan bahwa dalam jangka menengah (3 sampai 12 bulan) terdapat momentum, dimana *past winner* terus mengungguli *past losers*. Cutler *et al.* (1991), menemukan korelasi yang positif untuk horison waktu lebih dari 1 bulan. Menurut Feldman dan Lepori (2015), hasil menunjukkan teori EMH berlaku tergantung pada jenis irasionalitas yang mendominasi di pasar. Investor yang irasional secara keseluruhan akan berdampak pada harga aset dalam jangka panjang bila dikombinasikan dengan rasional investor. Sebuah pasar dimana investor yang irasional dan investor yang rasional berinvestasi bersama-sama akan memiliki kemiringan negatif, kelebihan kurtosis positif, dan volatilitas yang lebih besar daripada rezim rasional.

Ada dua jenis penjelasan untuk fenomena ini, yakni berbasis risiko dan berbasis

perilaku. Terkait penjelasan berbasis risiko, *Capital Asset Pricing Model* maupun model tiga faktor Fama dan French (1993) secara konsisten gagal menjelaskan momentum dalam pengembalian saham. Dalam penelitian. Konsisten dengan bukti internasional, tingkat profitabilitas dari *past return* dan investasi merupakan faktor berbasis risiko penting yang harus dipertimbangkan dalam menjelaskan tren keberlanjutan dalam pengembalian saham jangka pendek (Garling *et al.*, 2017).

Di antara penjelasan berbasis perilaku untuk fenomena tersebut, *underreaction* dan *overreaction* adalah yang paling umum (Barberis *et al.*, 1998 dan Hong dan Stein, 1999). *Underreaction* harga saham akibat berita pada pasar dapat menyebabkan momentum, karena difusi lambat informasi antara investor dapat membuat tren ke nilai sebenarnya saham lebih lama dari yang diharapkan. Tapi untuk waktu yang lebih lama, *overreaction* dari harga saham dapat terjadi karena ekstrapolasi dari serangkaian kabar baik atau buruk, terutama jika investor cenderung *overconfidence*. Menurut Hong dan Stein (1999), investor dapat menggunakan hanya sebagian dari informasi mengenai ekonomi karena friksi komunikasi, yang menyebabkan *underreaction* dalam jangka pendek. Investor yang meyakini strategi momentum dapat memperoleh profit melalui



tren momentum tersebut, namun menyebabkan *overreaction* pada horison waktu yang panjang.

H_1 : *Past Return dapat memprediksi momentum pada return saham.*

Menurut Parveen et al. (2021), bias perilaku dan heuristik mempengaruhi pengambilan keputusan investor di pasar saham dan hal ini menghubungkan serta bekerja secara bersamaan dalam pikiran manusia untuk mencapai keputusan. *Representative heuristic, anchoring heuristics, overconfidence bias* dan *disposition effect* mengikuti *prospect theory*. Menurut *representative heuristic*, kecenderungan untuk mengikuti sisi logis dan emosional dari pikiran manusia melalui alternatif yang berbeda untuk kemudian disimpulkan oleh individu tersebut. *Prospect theory* mencakup *disposition effect* yang menunjukkan kecenderungan investor untuk menjual sahamnya untuk menghindari perasaan rugi. Penelitian Parveen et al. (2021) yang mengambil periode penelitian di masa pandemi Covid-19, mampu menunjukkan psikologi dari investor memang memainkan peran penting dalam membentuk keputusan investor selama pandemi ini, diantaranya adalah *behavioral heuristics, biases, overconfidence, disposition effect* dan dampaknya terhadap keputusan investasi.

Spesifikasi preferensi *prospect theory* dan *mental accounting*, yang cenderung menghasilkan *disposition effect* dapat memainkan peran penting dalam menjelaskan dinamika *asset pricing* dan *cross-section return* saham (Frazzini, 2006). *Disposition effect* yang didefinisikan sebagai kecenderungan investor untuk merealisasikan keuntungannya lebih cepat dan menahan kerugiannya, diharapkan juga mampu memprediksi *return* dan momentum dalam harga saham. Kerentanan investor untuk melakukan *disposition effect*, terkait dengan strategi peramalan mereka, yakni kecenderungan untuk menggunakan strategi kontrarian atau strategi momentum. Mengikuti Kubinska dan Markiewicz (2012), penelitian ini mengasumsikan bahwa *disposition effect* merupakan konsekuensi dari dua faktor: (1) fungsi nilai berbentuk-S dan (2) fungsi probabilitas pembobotan. Tidak ada dasar untuk mengklaim bahwa mengikuti strategi kontrarian dibandingkan strategi momentum berbeda dalam hal fungsi nilai. Sejalan dengan fungsi nilai, baik investor kontrarian maupun momentum akan cenderung menjual saham *winner* (karena menghindari risiko dalam domain keuntungan) dan akan cenderung menahan saham *loser* (karena mencari risiko dalam domain kerugian).

Frazzini (2006), menunjukkan hal sebaliknya bahwa saham dengan *capital gain overhang* yang tinggi, *underreact* berita positif dan menunjukkan *abnormal return* positif yang kuat pada periode berikutnya, sedangkan saham dengan *capital losses* yang tinggi *underreact* berita negatif dan menunjukkan *abnormal return* negatif yang kuat pada periode berikutnya. Kehadiran *disposition investor* dapat menyebabkan harga saham mengalami *underreaction* pada berita dan pada akhirnya, dapat digunakan untuk memprediksi *return* serta arah harga pasca adanya pengumuman berita saham (fenomena *post earning announcement drift*). Arah harga pasca adanya pengumuman berita saham lebih besar ketika berita tersebut dan *capital gain* memiliki tanda yang sama, dimana besarnya secara langsung berhubungan dengan jumlah *unrealized capital gains/losses*, yang dialami oleh pemegang saham. Keengganan melakukan perdagangan saham yang dialami oleh *disposition investor* cenderung menghambat pertumbuhan harga. Berita positif atau negatif berjalan lambat dalam saham dengan *capital gains* ataupun *capital losses* yang besar karena para *disposition investor* cenderung untuk meredam transmisi informasi, sehingga menghasilkan *return* yang berkelanjutan, yang dikenal sebagai anomali *Post Earning Announcement Drift* (PEAD) atau

momentum. Habbe (2006), juga mengungkapkan bahwa fenomena *Post Earning Announcement Drift* (PEAD), dapat menyebabkan *behavioral* pada pasar saham, yakni *underreaction* dan *overreaction*. PEAD adalah kondisi dimana harga saham berlanjut bergerak searah dengan laba kejutan yang dipublikasikan. Barberis *et al.* (1998), mengungkapkan bahwa terdapat 2 heuristik yang menyebabkan kesalahan mental, yakni *conservatism bias* yang akan menyebabkan investor *underreaction* terhadap informasi dan *representativeness* yang menyebabkan investor *overreaction* terhadap informasi. Sedangkan Tversky dan Kahneman (1974, dalam Habbe, 2006), mengungkapkan terdapat 2 komponen yang menyebabkan bias dalam menilai dan memprediksi probabilitas, yakni *representativeness* yang menyebabkan investor *overreaction* terhadap informasi dan *anchoring-adjustment* yang akan menyebabkan investor *underreaction* terhadap informasi.

Penelitian Jonsson *et al.* (2016), berfokus pada situasi ketika aset keuangan (reksa dana) berkinerja di bawah titik referensi investor. Oleh karena itu, *disposition effect* menyiratkan bahwa pada suatu tingkat agregat, investor akan memutuskan untuk mempertahankan saham dana mereka dalam situasi seperti itu. Grinblatt dan Han (2005), menunjukkan bahwa *unrealized capital gain*



adalah pendorong utama dari momentum. Penelitian ini menggunakan *capital gain overhang* untuk proksi *aggregate unrealized capital gain/losses*. Garling abd Blomman. (2016), menunjukkan konsekuensi *disposition effect* untuk volume perdagangan dan pergerakan harga di pasar saham. Hasilnya investor lebih suka menjual ketika terjadi kenaikan harga asset, sehingga membuat kenaikan keseimbangan harapan dan ketakutan sama dengan keseimbangan yang semakin cepat dariantisipasi kegembiraan dan kekecewaan, dan begitu juga ketika harga mengalami penurunan. Kecuraman dalam kemiringan keseimbangan harapan dan rasa takut menjelaskan mengapa saham *loser* tidak dijual saat nilainya turun (efek disposisi ekstrim) dan dijual lebih lambat dari saham *winner*. Analisis menunjukkan bahwa *disposition effect* akan berpengaruh pada tren harga saham mengikuti keseimbangan permintaan-penawaran saham.

H_2 : *Disposition effect* dapat memprediksi momentum pada return saham.

METODOLOGI PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, meliputi harga saham, volume transaksi, dan jumlah saham yang beredar. Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data mingguan.

Definisi Operasional

Variabel-variabel utama yang digunakan pada penelitian ini dapat didefinisikan secara operasional sebagai berikut :

1. Return kontrol (r_t)

merupakan *return* pada minggu $t = 0$, dan dalam penelitian ini $t = 0$ tersebut merupakan hari perdagangan dalam minggu pertama di Januari 2015.

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (1)$$

dimana :

r_t = *return* saham pada minggu ke t

P_t = harga saham pada minggu ke t

P_{t-1} = harga saham pada minggu ke $t - 1$

2. Capital gains overhang (g_t)

merupakan besarnya persentase deviasi pada basis biaya agregat dari harga saham saat ini dan merupakan proksi dari *disposition effect* yang didapatkan dengan menggunakan persentase perbedaan antara harga penutupan transaksi harian harga saham pada minggu ke t dengan *reference price* pada awal minggu ke t .

$$g_t = \frac{P_t - R_t}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (2)$$

dimana :

g_t = *capital gains overhang* pada minggu ke t

P_t = harga saham pada minggu ke t

P_{t-1} = harga saham pada minggu ke $t - 1$

R_t = *reference price* pada minggu ke t



Reference price adalah proksi untuk basis biaya relatif pasar dimana *disposition investor* mengukur keuntungan atau kerugiannya. *Cost basis* yang dipakai adalah estimasi dari *aggregate cost basis* untuk semua saham yang beredar karena *disposition investor* tidak secara langsung dapat diidentifikasi.

$$R_t = \sum_{n=1}^{\infty} \left(V_{t-n} \prod_{\tau=1}^{n-1} [1 - V_{t-n+\tau}] \right) P_{t-n} \dots\dots (3)$$

dimana :

R_t = *reference price* saham pada minggu ke t

V_{t-n} = *turn over ratio* saham pada minggu ke t-n

$V_{t-n+\tau}$ = *turn over ratio* saham pada minggu ke t-n+ τ

P_{t-n} = harga saham pada minggu ke t-n

3. *Return periode short* (r-4:-1)

Merupakan *cumulative return* dari minggu t-t₁ sampai dengan t-t₄. Periode tersebut merupakan periode observasi *short* selama empat minggu yaitu dari minggu ke 44 sampai dengan ke 48 (selama bulan Desember) selama tahun 2014.

4. *Return periode medium* (r-52:-5)

Merupakan *cumulative return* dari minggu t - t₅ sampai dengan t - t₅₂. Periode tersebut merupakan periode observasi *intermediate* selama lebih dari satu bulan sampai dengan satu tahun yaitu dari

minggu ke 1 sampai dengan ke 48 selama tahun 2014 atau sepanjang tahun 2014 kecuali bulan Desember 2010 ditambah bulan Desember tahun 2013.

5. *Return periode long* (r-260 : -53)

Merupakan *cumulative return* dari minggu t-t₅₃ sampai dengan t-t₂₆₀. Periode tersebut merupakan periode observasi *long* selama lebih dari satu tahun sampai dengan empat tahun yaitu selama tahun 2010 sampai dengan tahun 2013.

6. *Average weekly turnover ratio* periode *short* (V-4 : -1)

Merupakan *average weekly turnover ratio* dari minggu t-t₁ sampai dengan t-t₄. Periode tersebut merupakan periode observasi *short* selama empat minggu yaitu minggu ke 44 sampai dengan ke 48 (selama bulan Desember) selama tahun 2014.

7. *Average weekly turnover ratio* periode *medium* (V-52 : -5)

Merupakan *average weekly turnover ratio* dari minggu t-t₅ sampai dengan t-t₅₂. Periode tersebut merupakan periode observasi *intermediate* selama lebih dari satu bulan sampai dengan satu tahun yaitu dari minggu ke 1 sampai dengan ke 48 selama tahun 2014 atau sepanjang tahun 2014 kecuali bulan Desember 2010 ditambah bulan Desember tahun 2013.



8. *Average weekly turnover ratio* periode long (V-260: -53)

Merupakan *average weekly turnover ratio* dari minggu t-53 sampai dengan t-260. Periode tersebut merupakan periode observasi *long* selama lebih dari satu tahun sampai dengan empat tahun yaitu selama tahun 2010 sampai dengan tahun 2013.

9. *Market capitalization* (S)

Merupakan besarnya nilai kapitalisasi pasar saham pada hari perdagangan dalam minggu pertama di Januari 2015 (t = 0). *Weekly market capitalization* didapatkan dengan menggunakan fungsi log dari data harga penutupan transaksi mingguan saham di minggu pertama bulan Januari 2015 dikalikan dengan jumlah saham yang beredar pada saat itu.

$$S_t = \log (P_t \times n_t) \dots\dots\dots (4)$$

dimana :

S_t = *market capitalization* saham pada minggu ke t

P_t = harga saham dan atau indeks pasar pada minggu ke t

n_t = jumlah saham yang beredar pada minggu ke t

10. *Average weekly turnover ratio* (V)

Merupakan *average weekly turnover ratio* 52 minggu sebelum minggu t = 0, dan dalam penelitian ini t = 0 tersebut

merupakan hari perdagangan dalam minggu pertama di Januari 2015.

$$V_{t-52;t-1}^j = \frac{n_{t-52;t-1}^j}{outs_{t-52;t-1}^j} \dots\dots\dots (5)$$

dimana:

$V_{t-52;t-1}^j$ = *average weekly turnover* saham j selama 52 minggu

$n_{t-52;t-1}^j$ = jumlah saham j yang diperdagangkan selama 52 minggu

$outs_{t-52;t-1}^j$ = jumlah saham j yang beredar selama 52 minggu

Model Pengujian Hipotesis

Model pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi dan uji beda. Berikut adalah model pengujian untuk masing-masing hipotesis:

1. Hipotesis 1

Model pengujian hipotesis 1 digunakan untuk menguji kemampuan *past return* (*return* periode *short*, *intermediate*, dan *long*) dalam memprediksi momentum pada *return* saham. Jika terdapat momentum pada *return* saham, saham *winner* akan menunjukkan *large unrealized capital gains*, sedangkan saham *losers* akan menunjukkan *large unrealized capital losses*. Hasil tersebut dapat terlihat jika koefisien (a_1 , a_2 atau a_3



adalah positif). Maksud dari pengujian ini adalah untuk membuktikan bahwa saham *winner* akan selalu menjadi saham *winner* mengalahkan saham *loser* dan saham *loser* akan tetap menjadi saham *loser* di kemudian hari. Hasil ini kemudian akan diuji kembali melalui uji *robustness* untuk membuktikan bahwa saham dengan *unrealized capital gain* yang tinggi memang menunjukkan *return* saham yang tinggi, begitupun sebaliknya. Uji *robustness* ini juga dimaksudkan untuk menguji hipotesis 2, yakni kemampuan *disposition effect*, yang menggunakan *capital gain overhang* sebagai proksinya dalam memprediksi momentum pada *return* saham.

Persamaan (1) tidak secara langsung menguji keberadaan momentum dengan menggunakan *return* kontrol (proksi *expected return*) sebagai variabel dependen, namun menggunakan variabel *capital gain overhang*. Persamaan ini bermaksud melihat keberadaan momentum melalui variabel *capital gain overhang* yang merupakan prediktor yang kuat untuk *future return* seperti yang diungkapkan Grinblatt dan Han. Persamaan ini juga dapat menunjukkan variabel-variabel apa saja yang mempengaruhi *capital gain overhang*.

Jika pada persamaan (1) belum memasukkan variabel *turnover* pada periode *short*, *intermediate*, dan *long* sebagai variabel independennya, persamaan (2) telah memasukkan variabel *turnover* pada periode *short*, *intermediate*, dan *long* sebagai variabel independen dengan maksud mengontrol variabel *past return*.

Selain kedua persamaan pada model hipotesis 1 ini, akan dilakukan juga uji *robustness* untuk membuktikan apakah saham dengan *return* yang tinggi (saham *winner*) menunjukkan *unrealized capital gain* yang tinggi dan saham dengan *unrealized capital gain* yang tinggi menunjukkan *return* yang tinggi. Hal ini diharapkan mampu membuktikan keberadaan tren keberlanjutan pada *return* saham, yakni saham *winner* akan terus mengungguli saham *loser*. Pengujian ini dilakukan dengan membagi 2 portofolio saham berdasarkan *past return* (R_1, R_2, R_3, R_4) dan juga *capital gain overhang* (G_1, G_2, G_3, G_4) menjadi empat kategori. R_1 menunjukkan kelompok saham dengan *return* terendah (*loser*), sedangkan R_4 menunjukkan kelompok saham dengan *return* tertinggi (*winner*). G_1 menunjukkan kelompok saham dengan *capital gain overhang* terendah, sedangkan G_4 menunjukkan kelompok



saham dengan *capital gain overhang* tertinggi. Pengujian ini akan melakukan Persamaan regresi 1:

$$g = a_0 + a_1r_{-4:-1} + a_2r_{-52:-5} + a_3r_{-260:-53} + a_7S$$

Persamaan regresi 2:

$$g = a_0 + a_1r_{-4:-1} + a_2r_{-52:-5} + a_3r_{-260:-53} + a_4V_{-4:-1} + a_5V_{-52:-5} + a_6V_{-260:-53} + a_7S$$

2. Hipotesis 2

Persamaan pada hipotesis 2 juga dimaksudkan untuk menguji keberadaan momentum, namun dengan variabel dependen yang berbeda. Didukung atau tidaknya hipotesis 2 hanya dibuktikan dari hasil persamaan (5). Persamaan (3) dan (4) dimaksudkan untuk mengetahui konsistensi hipotesis 1 jika variabel dependennya berubah dan untuk menjabarkan model regresi sebelum melangkah pada persamaan (5).

Persamaan (3) dan (4) menguji *past return* dalam memprediksi momentum pada *return* saham menggunakan *return* kontrol sebagai proksi *expected return*. Secara langsung dapat diketahui apakah saham dengan *past return* yang tinggi dapat menunjukkan *return* yang tinggi di kemudian hari atau dengan kata lain apakah saham *winner* akan selalu menjadi saham *winner* di kemudian hari (terdapat momentum pada *return* saham). Persamaan (5) melakukan pengujian *disposition effect* (dengan proksi *capital*

uji beda antara variabel *return* dengan *capital gain overhang*.

gain overhang) dalam memprediksi momentum pada *return* saham. Variabel *capital gain overhang* ini diharapkan mampu menjadi variabel kunci untuk memprediksi *return* masa depan mengalahkan *past return*.

Pada model persamaan regresi (3), dapat diketahui bagaimana pengaruh *past return* (periode *short*, *intermediate*, dan *long*) dan *market capitalization* dalam memprediksi *return* masa depan melalui *return* kontrol. Hal ini menunjukkan apakah saham dengan *past return* yang tinggi akan selalu menjadi *winner* (momentum).

Model persamaan regresi (4), melakukan kontrol pada *past return* dan *market capitalization*, dengan memasukkan variabel *turnover* sebagai variabel independen dalam model regresi tersebut. Persamaan (4) ini masih memiliki tujuan yang sama dengan persamaan (3), yang bermaksud melihat *past return* dalam memprediksi momentum melalui *return* kontrol sebagai variabel independennya.

Model persamaan regresi (5), bermaksud menguji *disposition effect* dalam memprediksi momentum. Persamaan ini telah memasukkan variabel *capital gain overhang* (g) sebagai proksi *disposition effect*, dimana variabel ini telah Persamaan regresi 3:

$$r = a_0 + a_1r_{-4:-1} + a_2r_{-52:-5} + a_3r_{-260:-53} + a_4S$$

Persamaan regresi 4:

$$r = a_0 + a_1r_{-4:-1} + a_2r_{-52:-5} + a_3r_{-260:-53} + a_4S + a_5V$$

Persamaan regresi 5:

$$r = a_0 + a_1r_{-4:-1} + a_2r_{-52:-5} + a_3r_{-260:-53} + a_4S + a_5V + a_6g$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian hipotesis *past return* dapat memprediksi momentum pada *return* saham

Tabel 1 menunjukkan hasil regresi dari persamaan pertama untuk membuktikan hipotesis 1. g adalah variabel *capital gains overhang* yang dihitung dengan formula $g_t = \frac{P_t - R_t}{P_{t-1}}$ dan merupakan proksi dari *disposition effect*; $r_{-4:-1}$ adalah *return* periode *short*; $r_{-52:-5}$ adalah *return* periode *medium*; $r_{-260:-53}$ adalah *return* periode *long*; S adalah *market capitalization*, yang menunjukkan besarnya nilai kapitalisasi pasar saham. Nilai koefisien regresi terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansi t yang disertakan di dalam tanda kurung.

menghitung *reference* harga saham yang menjadi dasar pengambilan keputusan investor. Hasil koefisien a_6 yang positif, menunjukkan *disposition effect* dapat memprediksi *return* masa depan (momentum).

Hasil tabel 1 menunjukkan bahwa koefisien variabel pada *return* saham, periode *short* dan *long* adalah positif signifikan, yang berarti terdapat momentum pada *return* saham. Sehingga, hipotesis pertama pada persamaan 1 didukung. Perusahaan yang *market capitalizationnya* tinggi akan memiliki *capital gain overhang* yang tinggi pula. *Capital gain overhang* pada persamaan ini dianggap sebagai prediktor yang kuat untuk *future return* seperti yang diungkapkan Grinblatt dan Han (2005).

Tabel 2 menunjukkan hasil regresi dari persamaan kedua untuk membuktikan hipotesis 1. g adalah variabel *capital gains overhang* yang dihitung dengan formula $g_t = \frac{P_t - R_t}{P_{t-1}}$ dan merupakan proksi dari *disposition effect*; $r_{-4:-1}$ adalah *return* periode *short*; $r_{-52:-5}$

adalah *return* periode *medium*; $r_{-260:-53}$ adalah *return* periode *long*; $V_{-4:-1}$ adalah *average weekly turnover ratio* periode *short*; $V_{52:-5}$ adalah *average weekly turnover ratio* periode *medium*; $V_{-260:-53}$ adalah *average weekly turnover ratio* periode *long*, S adalah *market capitalization*, yang menunjukkan besarnya nilai kapitalisasi pasar saham. Nilai koefisien regresi terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansi t yang disertakan di dalam tanda kurung.

Hasil tabel 2, hipotesis pertama pada persamaan 2 ini juga didukung, bahwa *past return* dapat memprediksi momentum pada *return* saham. Hasil ini konsisten dengan temuan dari Jegadeesh dan Titman (1993), saham dengan kinerja yang tinggi di masa lalu akan terus berkinerja tinggi selama 3-12 bulan kedepan (periode *intermediate*). Saham *winner* akan terus menjadi saham *winner*, begitupun sebaliknya.

Koefisien *turnover* periode *short* dan *long* yang menunjukkan nilai negatif signifikan. Semakin rendah volume saham *winner* akan memiliki nilai *capital gain overhang* yang semakin besar atau dengan kata lain peningkatan volume transaksi akan mempengaruhi pengurangan *return* suatu saham. Hasil yang sama juga ditemukan pada penelitian Boujelbene *et al* (2009), dengan melakukan kontrol pada variabel *past return*, saham *winner* dengan volume transaksi yang

rendah akan menghasilkan *capital gains* yang semakin tinggi, sedangkan saham *losers* dengan volume transaksi yang tinggi akan memiliki *capital losses* yang semakin rendah. Hasil uji secara simultan juga menunjukkan bahwa variabel *return* periode *short*, *return* periode *medium*, *return* periode *long*, *turnover* periode *short*, *turnover* periode *medium*, *turnover* periode *long*, dan *market capitalization* secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap variabel *capital gain overhang*. Nilai *adjusted R²* pada model ini menunjukkan bahwa variabel independen dalam persamaan ini mampu menjelaskan variabel dependen sebesar 35,1%. Selebihnya dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan ini. Kemampuan model regresi kedua dalam menerangkan variasi variabel dependen lebih baik dibandingkan dengan model regresi pertama.

Tabel 3 menunjukkan *capital gain overhang* dalam portofolio *past return*. Klasifikasi keempat kelompok *past return* dan *capital gain overhang* didasarkan pada posisi saham. R_1 menunjukkan kelompok saham dengan *return* terendah (*loser*), R_2 adalah kelompok saham dengan *return* yang lebih besar dibandingkan R_1 , R_3 adalah kelompok saham dengan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan R_2 , dan R_4 adalah kelompok saham dengan *return* tertinggi (*winner*). G_1 menunjukkan kelompok saham



dengan *capital gain overhang* terendah, G_2 adalah kelompok saham dengan *capital gain overhang* yang lebih besar dibandingkan G_1 , G_3 adalah kelompok saham dengan *capital gain overhang* yang lebih besar dibandingkan dengan G_2 , dan G_4 adalah kelompok saham dengan *capital gain overhang* tertinggi. Nilai median uji beda terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansinya disertakan di dalam tanda kurung.

Berdasarkan tabel 3 diketahui bahwa saham dengan *return* yang rendah (R_1) atau *loser*, memiliki nilai *capital gain overhang* yang rendah pula. Begitupula untuk saham dengan *return* yang tinggi (R_4) atau saham *winner*, memiliki nilai *capital gain overhang* yang tinggi pula. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat momentum pada *return* saham, sehingga saham *winner* akan selalu menjadi saham *winner* di kemudian hari dan tidak terdapat tren pembalikan harga (*reversal*).

Tabel 4 menunjukkan *past return* dalam portofolio *capital gain overhang*. Klasifikasi keempat kelompok *past return* dan *capital gain overhang* didasarkan pada posisi saham. R_1 menunjukkan kelompok saham dengan *return* terendah (*loser*), R_2 adalah kelompok saham dengan *return* yang lebih besar dibandingkan R_1 , R_3 adalah kelompok saham dengan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan R_2 , dan R_4 adalah kelompok saham

dengan *return* tertinggi (*winner*). G_1 menunjukkan kelompok saham dengan *capital gain overhang* terendah, G_2 adalah kelompok saham dengan *capital gain overhang* yang lebih besar dibandingkan G_1 , G_3 adalah kelompok saham dengan *capital gain overhang* yang lebih besar dibandingkan dengan G_2 , dan G_4 adalah kelompok saham dengan *capital gain overhang* tertinggi. Nilai median uji beda terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansinya disertakan di dalam tanda kurung.

Berdasarkan tabel 4 diketahui bahwa saham dengan *capital gain overhang* yang rendah (G_1), memiliki nilai *return* yang rendah pula. Begitu juga saham dengan *capital gain overhang* yang tinggi (G_4), memiliki nilai *return* yang tinggi pula. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat momentum pada *return* saham, sehingga saham *winner* akan selalu menjadi saham *winner* di kemudian hari dan tidak terdapat tren pembalikan harga (*reversal*). *Disposition effect* merupakan penyebab penting momentum, saham yang memiliki *capital gain overhang* yang tinggi akan memiliki *return* yang positif. Pada hasil ini dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2 didukung, yakni *disposition effect* dapat memprediksi keberadaan momentum pada *return* saham.



Pengujian hipotesis *disposition effect* dapat memprediksi momentum pada *return* saham.

Tabel 5 menunjukkan hasil regresi dari persamaan ketiga untuk membuktikan hipotesis 1. r adalah *return* kontrol, yang merupakan *return* saham pada minggu pertama di bulan Januari 2015; $r_{-4:-1}$ adalah *return* periode *short*; $r_{-52:-5}$ adalah *return* periode *medium*; $r_{-260:-53}$ adalah *return* periode *long*; S adalah *market capitalization*, yang menunjukkan besarnya nilai kapitalisasi pasar saham. Nilai koefisien regresi terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansi t yang disertakan di dalam tanda kurung.

Tabel 5 menunjukkan hasil yang berbeda dengan persamaan sebelumnya, dimana kemampuan *past return* untuk memprediksi momentum tidak terdapat pada *return* periode *short*, *medium*, maupun *long*. Nilai koefisien *return* pada periode *medium* menunjukkan nilai positif tapi tidak signifikan dan *return* periode *short* serta *long* menunjukkan nilai negatif tapi tidak signifikan. Fenomena momentum maupun *reversal* belum dapat tercermin dari hasil persamaan 3 ini. Berdasarkan hasil tabel 3, hipotesis pertama tidak didukung karena tidak tampak kemampuan *past return* dalam memprediksi momentum pada *return* saham. Hasil uji secara simultan juga menunjukkan bahwa

variabel *return* periode *short*, *return* periode *medium*, *return* periode *long*, dan *market capitalization* secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh terhadap variabel *return* kontrol. Nilai *adjusted R*² yang sangat kecil pada model ini menunjukkan bahwa variabel independen dalam persamaan ini kurang mampu menjelaskan variasi variabel dependen. Tabel 6 juga menunjukkan hasil yang serupa dengan tabel 5.

Tabel 6 menunjukkan hasil regresi dari persamaan keempat untuk membuktikan hipotesis 1. r adalah *return* kontrol, yang merupakan *return* saham pada minggu pertama di bulan Januari 2015; $r_{-4:-1}$ adalah *return* periode *short*; $r_{-52:-5}$ adalah *return* periode *medium*; $r_{-260:-53}$ adalah *return* periode *long*; S adalah *market capitalization*, yang menunjukkan besarnya nilai kapitalisasi pasar saham; V adalah *average weekly turnover ratio* 52 minggu. Nilai koefisien regresi terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansi t yang disertakan di dalam tanda kurung.

Tabel 7 menunjukkan hasil regresi dari persamaan kelima untuk membuktikan hipotesis 2. r adalah *return* kontrol, yang merupakan *return* saham pada minggu pertama di bulan Januari 2015; $r_{-4:-1}$ adalah *return* periode *short*; $r_{-52:-5}$ adalah *return* periode *medium*; $r_{-260:-53}$ adalah *return* periode *long*; S adalah *market capitalization*, yang

menunjukkan besarnya nilai kapitalisasi pasar saham; V adalah *average weekly turnover ratio* 52 minggu; dan g adalah variabel *capital gains overhang* sebagai proksi dari *disposition effect* yang dihitung dengan formula $g_t = \frac{P_t - R_t}{P_{t-1}}$. Nilai koefisien regresi terlihat dari tabel di bawah ini, beserta nilai signifikansi t yang disertakan di dalam tanda kurung. Tabel 7 yang telah memasukkan variabel *capital gain overhang* dalam

persamaan regresi sebagai variabel independen, memiliki hasil yang berbeda dengan persamaan sebelumnya. Diperoleh hasil yang positif signifikan pada variabel *capital gain overhang*. Hal ini menunjukkan keberadaan momentum, sehingga terdapat tren keberlanjutan dari saham *winner* yang akan terus mengungguli saham *loser*. Hipotesis 2 yang ingin membuktikan kemampuan variabel *capital gain overhang* sebagai proksi *disposition effect* didukung.

Tabel 1
 Pengujian hipotesis 1 (Persamaan Regresi 1)

<i>Capital Gain Overhang</i>	
(constant)	-0,112 (0,674)
<i>return short</i>	0,431 (0,032)*
<i>return medium</i>	0,005 (0,395)
<i>return long</i>	0,099 (0,000)**
<i>market capitalization</i>	0,051 (0,035)*
F value	8,242 (0,000)**
Adj R ²	0,071
N	381

Sumber: Data primer diolah, 2022

* sign 5%

**sign 1%



Tabel 2
 Pengujian hipotesis 1 (Persamaan Regresi 2)

<i>Capital Gain Overhang</i>	
(constant)	0,420 (0,091)
<i>return short</i>	0,413 (0,018)*
<i>return medium</i>	0,002 (0,710)
<i>return long</i>	0,086 (0,000)**
<i>turnover short</i>	-0,954 (0,050)*
<i>turnover medium</i>	-0,039 (0,874)
<i>turnover long</i>	-0,957 (0,000)**
<i>market capitalization</i>	0,037 (0,069)
F value	30,323 (0,000)**
Adj R ²	0,351
N	381

Sumber: Data primer diolah, 2022

* sign 5%

**sign 1%

Tabel 3
Capital Gain Overhang dalam Portofolio *Past Return*

	R ₁	R ₂	R ₃	R ₄
G ₁	-0,0065 (0,000)**	0,000 (0,000)**	0,0208 (0,000)**	0,1445 (0,000)**
G ₂	-0,0038 (0,000)**	0,000 (0,000)**	0,022 (0,000)**	0,2106 (0,000)**
G ₃	-0,0033 (0,000)**	0,000 (0,000)**	0,022 (0,000)**	0,1786 (0,000)**
G ₄	-0,0038 (0,000)**	0,000 (0,000)**	0,0216 (0,000)**	0,1769 (0,000)**
G ₄ -G ₁	0,17992 (0,000)**	0,243 (0,000)**	0,2075 (0,000)**	0,1983 (0,000)**

Sumber: Data primer diolah, 2022

** sign 1%

Tabel 4
Past Return dalam Portofolio Capital Gain Overhang

	G ₁	G ₂	G ₃	G ₄
R ₁	0,019 (0,00)**	0,343 (0,00)**	0,472 (0,00)**	0,167 (0,00)**
R ₂	0,02 (0,00)**	0,344 (0,00)**	0,473 (0,00)**	0,141 (0,00)**
R ₃	0,029 (0,00)**	0,354 (0,00)**	0,483 (0,00)**	0,164 (0,00)**
R ₄	0,036 (0,00)**	0,512 (0,00)**	0,768 (0,00)**	0,695 (0,00)**
R ₄ -R ₁	0,167 (0,00)**	0,141 (0,00)**	0,164 (0,00)**	0,007 (0,00)**

Sumber: Data primer diolah, 2022
 ** sign 1%

Tabel 5
 Pengujian hipotesis 1 (Persamaan Regresi 3)

	<i>Return Control</i>
(constant)	0,005 (0,882)
<i>return short</i>	-0,027 (0,3)
<i>return medium</i>	8,534E-5 (0,9)
<i>return long</i>	-0,001 (0,59)
Market capitalization	0,001 (0,766)
F value	0,332 (0,856)
Adj R ²	0,007
N	381

Sumber: Data primer diolah, 2022
 * sign 5%
 ** sign 1%

Tabel 6
 Pengujian hipotesis 1 (Persamaan Regresi 4)

	<i>Return kontrol</i>
(constant)	0,005 (0,883)
<i>return short</i>	-0,026 (0,316)
<i>return medium</i>	8. 8,359E-5 (0,902)
<i>return long</i>	-0,001 (0,595)
<i>market capitalization</i>	0,001 (0,760)
<i>turnover</i>	-0,004 (0,882)
F value	0,269 (0,930)
Adj R ²	0,004
N	381

Sumber: Data primer diolah, 2022

Tabel 7
 Pengujian hipotesis 2 (Persamaan Regresi 5)

	<i>Return kontrol</i>
(constant)	0,010 (0,772)
<i>return short</i>	0,046 (0,068)
<i>return medium</i>	-6,198E-5 (0,924)
<i>return long</i>	-0,005 (0,06)
<i>market capitalization</i>	-0,001 (0,716)
<i>turnover</i>	0,029 (0,257)
<i>capital gain overhang</i>	0,035 (0,000)**
F value	5,185 (0,000)**
Adj R ²	0,062
N	381

Sumber: Data primer diolah, 2022

**sign 1%

KESIMPULAN

Past return dapat memprediksi momentum pada *return* saham. Penyebab terjadinya momentum pada *return* saham disebabkan oleh bias kognitif investor dalam melakukan keputusan investasinya, yakni bias konservatif. Investor akan lamban dalam mengambil keputusan investasi yang menyebabkan *underreaction* pada pasar, sehingga menyebabkan difusi informasi yang lambat pada pasar, dan pada akhirnya menyebabkan momentum. *Disposition effect* dapat memprediksi momentum pada *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua didukung. Spesifikasi preferensi *prospect theory* dan *mental accounting*, yang menghasilkan *disposition effect* dapat memainkan peranan penting dalam menjelaskan dinamika *asset pricing* dan *cross section return* saham.

Kehadiran *disposition investor* dapat menyebabkan harga saham mengalami *underreaction* pada berita dan pada akhirnya dapat digunakan untuk memprediksi *return*

serta arah harga pasca adanya pengumuman berita saham. Berita positif atau negatif berjalan lambat dalam saham dengan *capital gains* ataupun *capital losses* yang besar karena para *disposition investor* cenderung untuk meredam transmisi informasi, sehingga menghasilkan *return* yang berkelanjutan. Hal ini terjadi karena bias heuristik, yaitu *conservatism bias* maupun *anchoring-adjustment* yang kemudian menyebabkan *underreaction* pada pasar dan pada akhirnya menyebabkan momentum pada *return* saham.

IMPLIKASI PENELITIAN

Memberikan gambaran mengenai anomali yang sering terjadi di pasar modal, khususnya perilaku *disposition investor* yang dapat memicu keberadaan *dispositon effect* dan momentum di pasar modal Indonesia. Dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri, M. 2013. *Keuangan Keperilakuan*. Yogyakarta: BPFE.
- Barber, M. Brad, dan T. Odean. 2000. Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance* 55(2): 773-806.
- Barberis, N., Shleifer, A., dan Vishny, R. 1998. A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics* 49: 307-43.



- Bernard, V. dan Thomas, J. 1990. Evidence that Stock Markets Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 13: 305–41.
- Bodie, Z., Kane, A., dan Marcus A. J. 2011. *Investment and Portfolio Management*. New York: McGraw Hill.
- Boujelbene, M., Younes, B., dan Abdelfettah, B. 2009. Disposition Effect and Momentum: Prospect Theory and Mental Accounting Framework. *Journal of Behavioral Finance* 6(2): 52–64.
- Cutler, D., Poterba, J., dan Summers, L. 1991. Speculative Dynamics. *Review of Economic Studies* 58: 529–46.
- Dacey, R. dan P. Zielonka. 2008. A Detailed Prospect Theory Explanation of the Disposition Effect. *Journal of Behavioral Finance* 9: 43–50.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., dan Subrahmanyam, A. 1998. Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance* 53: 1839–1886.
- De Bondt, W. dan Thaler, R. 1985. Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40(3): 793-808.
- De Bondt, W. F. 1993. Betting on Trends: Intuitive Forecasts of Financial Risk and Return. *International Journal of Forecasting* 9: 345–357.
- Dhar, R. dan N. Zhu. 2006. Up Close and Personal: Investor Sophistication and the Disposition Effect. *Management Science* 52: 726–740.
- Fama, E. F dan K. R. French. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.
- Feldman, T. dan G. Lepori. 2015. Asset price formation and behavioral biases. *Review of Behavioral Finance Journal*. Vol. 8, No. 2, pp. 137-155.
- Fernandes, J. dan J. Renato. 2008. Momentum and Reversal Puzzle in Emerging Markets. *Journal of Behavioral Finance* 5(3): 54-71.
- Frazzini, A. 2006. The Disposition Effect and Under-Reaction to News. *Journal of Finance* 61(4): 2017-2046.
- Garling, T., dan M. Blomman. 2016. Affect account of disposition effect and consequences for stock prices. *Review of Behavioral Finance Journal*. Vol. 9, No. 2, pp. 187-202.
- Goo, Dar Hsin, Sze Hsun, dan Chi Feng. 2010. A Study of Disposition Effect for Individual Investor in The Taiwan Stock Market. *Journal of Finance* 46(1): 108-119.



- Grinblatt, M dan B. Han. 2005. Prospect Theory, Mental Accounting, and Momentum. *Journal of Financial Economics* 78(2): 311-339.
- Grinblatt, M. dan M. Keloharju. 2001. What Makes Investors Trade? *Journal of Finance* 56: 589-616.
- Grinblatt, M. dan T. J. Moskowitz. 2004. Predicting Stock Price Movements from Past Returns: The Role of Consistency and Tax-Loss Selling. *Journal of Financial Economics* 71(3): 541-579.
- Habbe, A. H. 2006. Pengujian Heuristik Representativeness dan Anchoring Adjustment atas Perilaku Overreaction/Underreaction Investor terhadap Info Laba dan Konsekuensinya pada Prediksi Laba dan Penilaian Saham. Disertasi. Yogyakarta: FEB UGM.
- Hong, H. dan J. C. Stein. 1999. A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance* 54(6): 2143-2184.
- Hur, Jungshik, M. Pritamani, dan V. Sherma. 2010. Momentum and the Disposition Effect: The Role of Individual Investors. *Journal of Financial Management*: 1155-1176.
- Jegadeesh, N. dan Titman, S. 1993. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance* 48(1): 65-91.
- Jonsson, S., I. Soderberg, dan M. Wilhelmsson. 2016. An investigation of the impact of financial literacy, risk attitude, and saving motives on the attenuation of mutual fund investors' disposition bias. *Managerial Finance Journal*. Vol. 43. No. 3, pp. 282-298.
- Kahneman D dan Tversky A. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica* 47(2): 263-291.
- Kubinska, E., L. Markiewicz, dan T. Tyszka. 2012. Disposition Effect Among Contrarian and Momentum Investors. *Journal of Behavioral Finance* 13: 214-225.
- Liu, X., H. Zhang, S. Zhao, dan P. Sawicki. 2017. Can prospect theory explain the disposition effect? An analysis based on value function. *China Finance Review International*. Vol. 8, No. 3, pp. 235-255.
- Odean, T. 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance* 53: 1775-1798.
- Parveen, S., Z. Saati, dan T. Bashir. 2021. Examining investors' sentiments, behavioral biases and investment decisions during COVID-19 in the emerging stock market: a case of Pakistan stock market. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.
- Rabin, M. 2002. Inference by Believers in The Law of Small Numbers. *Quarterly Journal of Economics* 117: 775-816.



Shefrin, H. dan M. Statman. 1985. The Disposition To Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long. *Journal of Finance* 40(3): 777–790.

Tyszka, T., P. Zielonka, R. Dacey, dan P. Sawicki. 2008. Perception of Randomness and Predicting Uncertain Events. *Thinking & Reasoning* 14: 83–110.

