

DISPOSITION EFFECT TERHADAP HUBUNGAN ANTARA NILAI FUNDAMENTAL DAN HARGA SAHAM PADA PERIODE KRISIS FINANSIAL

Yohanes Indrayono

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Pakuan
Jl. Pakuan, P.O. Box 452, Bogor.

Abstract:

Stock price was positively affected by a change of company fundamental value which included profitability, growth, and dividend factors. Excess volatility hypothesis, on the other hand, indicated that stock price was too volatile correlated to its fundamental value. This study empirically investigated the moderating impact of disposition effect - the tendency to sell stocks that had appreciated in price (winners) too soon and to hold stocks that trade price below the purchase price (losers) too long - on the relationship between fundamental values and stock prices. Fifty-three stocks of Indonesian Stock Exchange were chosen as the research sample based on sampling criteria for the periods before, during, and after the 2008 financial crisis. By using multiple regressions analyses, this study revealed that during these periods, disposition effect weakened the positive relationship between earning per share and stock prices as well as between book value per share and stock prices. The higher the proportion of disposition investors, the less sensitive the stock price to the changes in fundamental variables. Unlike previous studies that investigated the direct impact of disposition effects on stock prices, this study investigated the indirect impact of disposition effect on stock prices. Thus, this study contributed to the existing behavioral finance literature by providing some useful insights into understanding why stock prices were less sensitive to the changes in fundamental variables in the presence of disposition effect.

Key words: disposition effect, earning per share, book value per share, stock price, financial crisis.

Efficient market hypothesis oleh Fama menyatakan bahwa dalam pasar yang efisien, adanya persaingan sempurna di pasar akan menyebabkan informasi baru mengenai nilai intrinsik secara otomatis akan tercermin pada harga saham sebenarnya (Fama, 2004). Beberapa peneliti mendukung pendapat tersebut dan mengemukakan bahwa harga saham di

bursa saham dipengaruhi secara positif oleh perubahan nilai fundamental, yang mencakup faktor-faktor profitabilitas, pertumbuhan, dan dividen (Block, 1964; Shiller, 2001; Bodie, 2005; Lo & Lin, 2005, dan Becchetti & Giacomo, 2007).

Namun pada kenyataannya harga saham di bursa saham sering kali tidak mencerminkan nilai

Korespondensi dengan Penulis:

Yohanes Indrayono: Telp/Faks. +62 251 312 206

E-mail: indrayonoyohanes@yahoo.com

fundamentalnya. Shiller (1981) mengemukakan *excess volatility hypothesis* yang menyatakan bahwa perubahan harga saham sangat tidak konsisten dengan pergerakan dividen di kemudian hari (*future dividend*), sehingga harga saham terlalu *volatile* jika dihubungkan dengan variabel-variabel fundamental. Salah satu faktor penting yang menyebabkan terjadinya harga saham tidak sejalan dengan perubahan nilai fundamental adalah faktor perilaku (*behavior*) para investor di bursa saham yang disebut *disposition effect* yang pertama kali diungkapkan oleh Shefrin & Statman (1985) yang merupakan pengembangan dari *prospect theory* menurut Kahneman & Tversky (1979). *Disposition effect* adalah perilaku (*behavior*) investor yang terburu-buru merealisasikan keuntungan dari investasinya dan terlalu lama menahan kerugian yang mungkin terjadi. Atau dengan kata lain, investor pada dasarnya tidak rasional, yaitu bersikap *risk averse* jika menghadapi kondisi sedang memperoleh keuntungan dan *risk taking* pada saat menghadapi kondisi rugi. *Disposition effect* diidentifikasi pertama kali oleh Shefrin & Statman (1985) dalam “*The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence*” sebagai tindak lanjut atas penelitian Kahneman & Tversky (1979). Shefrin & Statman (1985) mengembangkan suatu *positive theory* tentang realisasi *capital gain* dan *loss* yang mana para investor cenderung untuk “*sell winners too early and ride losers too long*”. Hasil penelitian Shefrin & Statman (1985) mendorong banyak peneliti lain untuk melakukan penelitian yang terkait dengan *disposition* untuk menjual “*winners*” dan menahan “*losers*”.

Hasil penelitian Odean (1998) membuktikan bahwa pada umumnya para investor merealisasikan keuntungan mereka lebih cepat daripada merealisasikan kerugiannya. Penelitian Grinblatt & Han (2005) menunjukkan konsistensi dengan bukti empiris mengenai *disposition effect* dan membuktikan bahwa perbedaan harga pasar saham dibandingkan dengan harga perolehannya berhubungan positif dengan *return* saham yang diharapkan di

kemudian hari dibandingkan dengan *return* setahun yang lalu. Dhar & Zhu (2006) menemukan bukti empiris bahwa individu yang lebih sejahtera dan yang bekerja sebagai profesional melakukan tingkat *disposition effect* yang lebih rendah.

Penelitian Brown, *et al.* (2006) menghasilkan beberapa hal penting terkait *disposition effect*, yaitu: (a) investor yang bermodal besar cenderung lebih sedikit dipengaruhi oleh *disposition bias*; (b) *disposition effect* semakin berkurang dalam jangka waktu yang lebih lama dan akan tidak dapat dideteksi dalam waktu 200 hari perdagangan sejak saat pembelian; (c) investor institusi lebih rendah melakukan *disposition bias* daripada investor individual; (d) loyalitas pemegang saham pada emiten, sedikit mengurangi pilihan untuk menjual saham yang sedang untung, dan (e) pembalikan arah *disposition effect* pada bulan Juni (bulan terakhir dari tahun pajak Australia) tidak terjadi di antara para investor yang tidak memperoleh keuntungan dari penghematan pajak (*tax shields*).

Barber, *et al.* (2007) menemukan bukti bahwa secara umum para investor di Taiwan kurang lebih dua kali lipat cenderung lebih banyak untuk menjual saham jika harga saham yang dipegangnya sedang untung daripada jika sahamnya sedang rugi. 84% dari investor Taiwan menjual saham yang sedang untung lebih cepat daripada yang sedang rugi. Perseorangan, korporasi, dan *dealers* enggan untuk merealisasikan kerugian, sementara *mutual funds* dan investor asing yang jumlahnya kurang dari 5% dari total perdagangan (berdasarkan nilai / *value*), tidak enggan untuk merealisasikan kerugian.

Goetzmann & Massa (2008) menunjukkan bukti bahwa pada hari-hari dimana terjadi lebih banyak *disposition investor* bertransaksi pada suatu saham, maka volatilitas, *return*, dan volume perdagangan saham tersebut menurun. Temuan mereka memberikan bukti empiris mengenai adanya peran *behavioral bias* pada pasar finansial. Mereka juga membuktikan bahwa *disposition effect* juga memengaruhi harga saham individual maupun pada tingkatan pasar saham atau indeks harga saham.

Penelitian mengenai pengaruh nilai fundamental dengan harga saham dan *return* saham telah banyak dilakukan di bursa-bursa dunia dan Bursa Efek Indonesia, namun penelitian-penelitian tersebut tidak mengaitkan dengan faktor *behavior* khususnya *disposition effect* (Basu, 1977; Capaul, et al., 1993; Fairfield, 1994; Lakonishok, et al., 1994; Bhargava & Malhotra, 2006; dan Sadka, 2007).

Menurut penelitian yang dilakukan Dunis & Reilly (2004) terdapat 5 alternatif penilaian yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* dari saham yaitu: *price/book value ratio*, *price/earnings ratio*, *cash flow/price ratio*, *annual dividend to share price ratio*, dan *market capitalization of the firm*. Penelitian mengenai nilai fundamental dikaitkan dengan *return* dan harga aset atau saham telah dilakukan antara lain oleh Capaul, et al. (1993), Fairfield (1994) Bhargava & Malhotra (2006), dan sadka (2007)

Dalam penelitiannya, beberapa peneliti di bidang keuangan telah menggunakan nilai yang membandingkan nilai pasar suatu perusahaan dengan nilai penggantian (*replacement cost*) dari total nilai aset berwujud perusahaan tersebut, yang disebut ukuran Tobin's Q, dengan rumus:

$$Q = (\text{market value of debt} + \text{equity}) / \text{replacement cost of total assets, Tobin (1969, 1981).}$$

Demikian juga, Basu (1977) menetapkan *price to earning ratio (PER)* atau *P/E ratio* dengan membagi nilai pasar (*market value*) saham biasa pada akhir periode pelaporan keuangan (harga pasar saham dikalikan jumlah saham yang beredar) dengan laba menurut laporan laba rugi (sebelum pos luar biasa / *extraordinary items*) yang tersedia untuk pemegang saham biasa. Selain ukuran PER dan PBV, Bursa Efek Indonesia juga menyediakan informasi *earning per share (EPS)* dan *book value per share (BVS)* untuk kepentingan *stakeholders*-nya (*IDX Fact Book, 2008*). Ukuran EPS dan BVS, yang menghilangkan unsur harga saham sebagai pembilang (*numerator*), lebih tepat jika dikaitkan dengan harga saham.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai *disposition effect* pada umumnya memperlakukan *disposition effect* sebagai variabel independen, sedangkan penelitian mengenai *disposition effect* sebagai *moderating variable* yang memoderasi hubungan antara *fundamental value* dengan harga saham juga belum pernah dilakukan. Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa *disposition effect* terjadi di bursa-bursa berbagai negara, tetapi penelitian mengenai *disposition effect* di Bursa Efek Indonesia belum pernah dilakukan.

Para ahli maupun praktisi di bidang keuangan berpendapat bahwa pertengahan semester kedua tahun 2008 lalu adalah periode terjadinya krisis. Krisis finansial tersebut dipicu oleh terjadinya krisis *subprime mortgage* di bidang perumahan di Amerika Serikat yang mulai terasa pada bulan Agustus 2007 yang dampaknya sangat terasa pada bulan September 2008 yang ditandai dengan bangkrutnya raksasa institusi keuangan Lehman Brothers dan diikuti dengan jatuhnya raksasa *financial companies* lainnya.

Patel & Sarkar (1998) mendefinisikan suatu *crash* (kejatuhan) sebagai penurunan indeks harga regional secara relatif lebih dari 20 persen untuk bursa saham yang sudah maju dan lebih dari 35 persen untuk bursa saham yang sedang berkembang. Permulaan krisis didefinisikan sebagai bulan pada waktu indeks mencapai tingkat maksimum secara historis sampai sebelum bulan pada waktu *crash* terjadi. Permulaan dari *crash* didefinisikan sebagai bulan pada waktu indeks harga saham jatuh di bawah tingkat ambang batas. *Trough* (palung) adalah bulan pada waktu indeks harga saham mencapai tingkat minimum selama krisis, dan *recovery* adalah bulan pertama kali setelah *crash* terjadi, yaitu pada waktu indeks mulai mengalami peningkatan setelah terjadinya *crash*.

Berdasarkan data empiris, pada pertengahan semester kedua tahun 2008 tersebut harga saham bergerak liar tidak konsisten dengan perubahan fundamental perusahaan. Pada saat itu saham-

saham di bursa saham seluruh dunia mengalami tekanan jual yang hebat sehingga harga saham pada umumnya turun secara signifikan. Hal tersebut tercermin pada anjloknya indeks harga saham bursa saham di seluruh dunia yang rata-rata turun lebih dari 30% dibandingkan semester pertama tahun 2008. Anjloknya indeks bursa-saham yang terjadi pada periode waktu tersebut merupakan salah satu penurunan yang terburuk sejak resesi ekonomi yang terjadi pada periode tahun 1930-an. Pada November 1929 New York Stock Exchange turun sekitar 30% (Grattan & Prescott, 2003). Demikian juga, indeks harga saham gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia (BEI) yang pada akhir tahun 2007 merupakan salah satu bursa saham yang mempunyai kinerja terbaik di dunia, turun sebesar 38,22% (Bursa Efek Indonesia, 2009).

Krisis finansial global tahun 2008 yang juga menyebabkan terjadinya krisis di Bursa Efek Indonesia merupakan fenomena menarik untuk dilakukan penelitian dengan melibatkan variabel-variabel terkait. Oleh karena itu menarik untuk dilakukan penelitian mengenai pengaruh *disposition effect* pada hubungan antara nilai fundamental dan harga saham pada periode sebelum, saat, setelah krisis finansial 2008-2009 di Bursa Efek Indonesia.

HIPOTESIS

Hubungan antara *Disposition Effect*, *Earning per Share*, dan Harga Saham

Untuk menguji hubungan antara *earning per share* dengan harga saham dikembangkan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

- $H_{1.a}$: *Disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham pada periode sebelum krisis finansial.
- $H_{1.b}$: *Disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham pada periode saat krisis finansial.

- $H_{1.c}$: *Disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham pada periode setelah krisis finansial.

Hubungan antara *Disposition Effect*, *Book Value per Share*, dan Harga Saham

Untuk menguji hubungan antara *book value per share* dengan harga saham dikembangkan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

- $H_{2.a}$: *Disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham pada periode sebelum krisis finansial.
- $H_{2.b}$: *Disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham pada periode saat krisis finansial.
- $H_{2.c}$: *Disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham pada periode setelah krisis finansial.

METODE

Penelitian ini merupakan *causal-relationships* terutama bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh perilaku investor dalam hal ini *disposition effect* pada hubungan antara nilai fundamental yaitu *earning per share* (EPS) dan *book value per share* (BVS) dengan harga saham di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum, saat, dan setelah krisis finansial. Hasil uji regresi linier berganda dari variabel-variabel yang diteliti dianalisis dengan menggunakan tingkat keyakinan 95% atau $\alpha = 0,05$, menggunakan *adjusted R²* agar hasilnya lebih akurat. Periode penelitian terdiri atas: periode Januari 2008-Juni 2009 (periode keseluruhan), periode sebelum krisis finansial (Januari 2008-Juni 2009), periode saat krisis finansial (Juli 2008-Desember 2008), serta periode setelah krisis finansial (*recovery*, yaitu Januari 2009-Juni 2009).

Disposition Effect terhadap Hubungan antara Nilai Fundamental dan Harga Saham pada Periode Krisis Finansial

Yohanes Indrayono

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Indikator	Ukuran
Harga saham (<i>SP</i>) sebagai <i>dependent variable</i>	Harga penutupan saham setiap hari bursa	Rata-rata (<i>mean</i>) bulanan harga saham
<i>Earning per share (EPS)</i> sebagai <i>independent variable</i>	<i>Proxy EPS</i> setiap bulan sesuai laporan laba rugi triwulanan yang dipublikasikan	EAT / Σ saham yang diterbitkan
<i>Book value per share (BVS)</i> sebagai <i>independent variable</i>	<i>Proxy BVS</i> setiap bulan sesuai laporan laba rugi triwulanan yang dipublikasikan	(Total harta - total kewajiban) / Σ saham yang diterbitkan
<i>Disposition effect (DE)</i> sebagai <i>moderating variable</i>	<i>Proxy disposition effect</i> pada transaksi saham selama sebulan pada seluruh broker di BEI	$PGR - PLR$ (bulanan)
<i>Month</i> sebagai <i>control variable</i>	<i>Time series</i> bulanan sesuai periode penelitian	Periode 18 bulan (Jan 08-Jun 09) 0 s.d.17 Periode 6 bulanan (sebelum, saat, setelah krisis) 0 s.d. 5

Penelitian ini menghitung *disposition effect (DE)* berdasarkan metodologi yang dikembangkan oleh Odean (1998), yang digunakan juga dalam penelitian Dhar & Zu (2006) serta Goetzmann & Massa (2008), dengan rumus:

$$DE = PGR - PLR$$

Di mana:

$$PGR = \frac{\text{Proportion of gains Realized}}{\text{Realized Gains}} = \frac{\text{Realized Gains}}{\text{Realized Gains} + \text{Paper Gains}}$$

$$PLR = \frac{\text{Proportion of Losses Realized}}{\text{Realized Losses}} = \frac{\text{Realized Losses}}{\text{Realized Losses} + \text{Paper Losses}}$$

Untuk saham-saham yang telah dijual:

Realized Gains = Jika terjadi penjualan saham pada harga di atas harga rata-rata persediaan awal pada tanggal tertentu ($ya = 1$, tidak = 0).

Realized Losses = Jika terjadi penjualan saham pada harga di bawah harga rata-rata persediaan awal pada tanggal tertentu ($ya = 1$, tidak = 0).

Untuk saham-saham yang belum dijual:

Paper Gains = Jika harga rata-rata persediaan akhir saham lebih rendah dari harga terendah yang terjadi pada tanggal tertentu ($ya = 1$, tidak = 0).

Paper Losses = Jika harga rata-rata persediaan akhir saham berada lebih tinggi daripada pada harga tertinggi yang terjadi pada tanggal tertentu ($ya = 1$, tidak = 0).

Tidak ada *Paper Gains/ Losses*= Jika harga rata-rata persediaan akhir saham terletak pada harga terendah sampai dengan harga tertinggi yang terjadi pada tanggal tertentu ($ya = 0$, jika tidak, maka terjadi paper gains / losses).

Dipilih 53 emiten sebagai sampel penelitian yang memenuhi kriteria: (1) *listing* di BEI sejak 1 Januari 2008 sampai dengan 30 Juni 2009; (2) memiliki *market capitalization* (kapitalisasi pasar) yang besar, yaitu total kapitalisasi pasar lebih dari Rp1 Triliun; (3) rata-rata *trading volume* (volume perda-

gangan) harian yang besar berdasarkan jumlah lembar saham, yaitu lebih besar dari 1.000 lot, atau rata-rata nilai transaksi harian dalam rupiah lebih dari Rp.1 miliar; (4) aktif diperdagangkan oleh para investor, yaitu rata-rata frekuensi perdagangan harian yang tinggi, yaitu lebih dari 100 kali.

Data mengenai harga harian setiap saham dapat diakses secara *on-line* pada salah satu *broker* yang menyediakan fasilitas *on-line trading* khusus bagi para anggotanya, yaitu *E-Trading Securities*.

Nilai fundamental saham yaitu *earning per share* (EPS) dan *book value per share* (BVS) menggunakan data sesuai *IDX Monthly Statistics* yang dipublikasikan oleh BEI.

Pengujian pengaruh nilai fundamental perusahaan, yaitu *earning per share* (EPS) dan *book value per share* (BVS) secara masing-masing, *disposition effect* (DE) dan harga saham (SP) menggunakan model analisis regresi linier berganda dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% atau tingkat keyakinan 95%.

Pengaruh DE pada hubungan antara EPS dengan SP pada periode sebelum krisis finansial yang ditentukan oleh interaksi antara DE dengan EPS (EPS*DE) pada periode tersebut dan koefisien EPS yang positif dalam hubungannya dengan SP. Kolom 3, 4, dan 5 pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien EPS bertanda positif dan signifikan ($b = +11,85$; $t = +22,86$; $p < 0.01$) dan koefisien EPS*DE adalah positif tidak signifikan ($b = +0,13$; $t = -0,05$; $p = 0.96$). Hal ini menunjukkan bahwa pada periode sebelum krisis finansial EPS berhubungan positif dengan harga saham, namun interaksi antara EPS dengan DE tidak mempunyai pengaruh signifikan pada hubungan positif antara EPS dengan SP tersebut. Hasil ini tidak konsisten dengan hipotesis 1_a.

Pengaruh DE pada hubungan antara EPS dengan SP pada periode saat krisis finansial yang ditentukan oleh interaksi antara DE dengan EPS (EPS*DE) pada periode tersebut dan koefisien EPS yang positif dalam hubungannya dengan SP.

Kolom 3, 4, dan 5 pada Tabel 2 menunjukkan bahwa koefisien EPS bertanda positif dan signifikan ($b = +6,94$; $t = +19,57$; $p < 0.01$) dan koefisien EPS*DE adalah negatif dan signifikan ($b = -3,51$; $t = -6,04$; $p < 0.01$). Hal ini menunjukkan bahwa EPS berhubungan positif dengan harga saham pada periode saat krisis finansial, namun hubungan positif tersebut diperlemah oleh DE yang terjadi pada saham tersebut. Hasil ini konsisten dengan hipotesis 1_b, yaitu *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham pada periode saat krisis finansial.

Pengaruh DE pada hubungan antara EPS dengan SP pada periode setelah krisis finansial yang ditentukan oleh interaksi antara DE dengan EPS (EPS*DE) pada periode tersebut dan koefisien EPS yang positif dalam hubungannya dengan SP. Kolom 3, 4, dan 5 pada Tabel 2. menunjukkan bahwa koefisien EPS bertanda positif dan signifikan ($b = +6,99$; $t = +27,14$; $p < 0.01$) dan koefisien EPS*DE adalah negatif dan signifikan ($b = -7,55$; $t = -4,49$; $p < 0.01$). Hal ini menunjukkan bahwa EPS berhubungan positif dengan harga saham pada periode setelah krisis finansial, namun hubungan positif tersebut diperlemah oleh DE yang terjadi pada saham tersebut. Hasil ini konsisten dengan hipotesis 1_c, yaitu *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham pada periode setelah krisis finansial.

Pengaruh DE pada hubungan antara BVS dengan SP pada periode sebelum krisis finansial yang ditentukan oleh interaksi antara DE dengan BVS (BVS*DE) pada periode tersebut dan koefisien BVS yang positif dalam hubungannya dengan SP. Kolom 3, 4, dan 5 pada Tabel 3. menunjukkan bahwa koefisien BVS bertanda positif signifikan ($b = +2,43$; $t = +9,90$; $p < 0.01$) dan koefisien BVS*DE bertanda negatif signifikan ($b = -1,93$; $t = -2,28$; $p < 0.05$). Hal ini menunjukkan bahwa BVS berhubungan positif dengan harga saham pada periode sebelum krisis finansial, namun hubungan positif tersebut diperlemah oleh DE yang terjadi pada saham tersebut. Hasil ini konsisten dengan hipotesis

Disposition Effect terhadap Hubungan antara Nilai Fundamental dan Harga Saham pada Periode Krisis Finansial

Yohanes Indrayono

2_a, yaitu *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham pada periode sebelum krisis finansial.

Pengaruh DE pada hubungan antara BVS dengan SP pada periode saat krisis finansial yang ditentukan oleh interaksi antara DE dengan BVS (BVS*DE) pada periode tersebut dan koefisien BVS yang positif dalam hubungannya dengan SP. Kolom 3, 4, dan 5 pada Tabel 3. menunjukkan bahwa koefisien BVS bertanda positif dan signifi-

kan ($b = +1,10$; $t = +7,80$; $p < 0.01$), namun koefisien BVS*DE adalah bertanda positif dan tidak signifikan ($b = +0,66$; $t = +1,37$; $p = 0.17$). Hal ini menunjukkan bahwa pada periode saat krisis finansial BVS berhubungan positif dengan harga saham, namun interaksi antara BVS dengan DE tidak mempunyai pengaruh signifikan pada hubungan positif antara BVS dengan SP tersebut. Hasil ini tidak konsisten dengan hipotesis 2_b.

Tabel 2. Pengujian Pengaruh *Disposition Effect* (DE) pada Hubungan antara *Earning per Share* (EPS) dan Harga Saham (SP)

Dependent Variabel		Unstandardized Coefficients B	t	Sig.	Adjusted R ²	F	Sig.
Periode Januari 2008-Juni 2009							
1	2	3	4	5	6	7	8
SP	(Constant)	2668.87	13.56	0.00	0.68	501.20	0.00
	EPS	8.26	36.26	0.00			
	DE	-2429.40	-5.75	0.00			
	EPS*DE	-4.02	-3.89	0.00			
	Month	-167.33	-10.30	0.00			
	n	954					
	α	0.05					
Periode Sebelum Krisis Finansial (Januari 2008-Juni 2008)							
SP	(Constant)	2346.93	6.62	0.00	0.75	233.93	0.00
	EPS	11.85	22.86	0.00			
	DE	-3873.53	-4.11	0.00			
	EPS*DE	0.13	0.05	0.96			
	Month	-284.62	-3.02	0.00			
	n	318					
	α	0.05					
Periode Saat Krisis Finansial (Juli 2008-Desember 2008)							
SP	(Constant)	1858.85	7.09	0.00	0.72	200.39	0.00
	EPS	6.94	19.57	0.00			
	DE	-1034.04	-1.78	0.08			
	EPS*DE	-3.51	-2.71	0.01			
	Month	-394.75	-6.04	0.00			
	n	318					
	α	0.05					
Periode Setelah Krisis Finansial (Januari 2009-Juni 2009)							
SP	(Constant)	51.31	0.21	0.84	0.76	246.02	0.00
	EPS	6.99	27.14	0.00			
	DE	-323.85	-0.57	0.57			
	EPS*DE	-7.55	-4.49	0.00			
	Month	227.02	3.26	0.00			
	n	318					
	α	0.05					

Pengaruh DE pada hubungan antara BVS dengan SP pada periode setelah krisis finansial yang ditentukan oleh interaksi antara DE dengan BVS (BVS*DE) pada periode tersebut dan koefisien BVS yang positif dalam hubungannya dengan SP. Kolom 3, 4, dan 5 pada Tabel 3. menunjukkan bahwa koefisien BVS bertanda positif dan signifikan ($b = +1,22$; $t = +13,31$; $p < 0.01$) dan koefisien BVS*DE adalah negatif tetapi tidak signifikan ($b = -0,87$; $t = -1,47$; $p = 0,14$). Hal ini menunjukkan

bahwa BVS berhubungan positif dengan harga saham pada periode setelah krisis finansial, namun interaksi antara BVS dengan DE tidak mempunyai pengaruh signifikan pada hubungan positif antara BVS dengan SP tersebut. Hasil ini tidak konsisten dengan hipotesis 2_c yaitu *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham pada periode setelah krisis finansial.

Tabel 3. Pengujian Pengaruh *Disposition Effect* (DE) pada Hubungan antara *Book Value per Share* (BVS) dan Harga Saham (SP)

Dependent Variabel		Unstandardized Coefficients	t	Sig.	Adjusted R ²	F	Sig.
B							
Periode Januari 2008-Juni 2009							
SP	(Constant)	3614.08	13.29	0.00	0.39	156.14	0.00
	BVS	1.43	17.54	0.00			
	DE	-4379.01	-7.26	0.00			
	BVS*DE	-0.09	-0.26	0.79			
	Month	-189.86	-8.51	0.00			
	n	954					
	α	0.05					
Periode Sebelum Krisis Finansial (Januari 2008-Juni 2008)							
SP	(Constant)	2535.55	4.34	0.00	0.39	52.59	0.00
	BVS	2.43	9.90	0.00			
	DE	-3732.79	-2.54	0.01			
	BVS*DE	-1.93	-2.28	0.02			
	Month	-165.09	-1.14	0.26			
	n	318					
	α	0.05					
Periode Saat Krisis Finansial (Juli 2008-Desember 2008)							
SP	(Constant)	2962.54	7.45	0.00	0.40	53.70	0.00
	BVS	1.10	7.80	0.00			
	DE	-3478.41	-3.86	0.00			
	BVS*DE	0.66	1.37	0.17			
	MONTH	-413.92	-4.35	0.00			
	n	318					
	α	0.05					
Periode Setelah Krisis Finansial (Januari 2009-Juni 2009)							
SP	(Constant)	949.09	2.56	0.01	0.46	68.28	0.00
	BVS	1.22	13.31	0.00			
	DE	-2475.36	-2.75	0.01			
	BVS*DE	-0.87	-1.47	0.14			
	MONTH	48.98	0.48	0.63			
	n	318					
	α	0.05					

PEMBAHASAN

Pada semua periode penelitian *earning per share* mempunyai hubungan positif yang signifikan dengan harga saham dan *book value per share* dengan harga saham, hal ini menunjukkan bukti bahwa harga saham dipengaruhi secara positif oleh nilai fundamental saham tersebut, yaitu *earning per share* atau *book value per share*. Hasil penelitian ini membantah *excess volatility hypothesis* yang menyatakan bahwa harga saham terlalu *volatile* jika dihubungkan dengan variabel-variabel fundamental (Shiller, 1981) dan mendukung hasil penelitian Becchetti & Giacomo (2007) yang menyatakan bahwa harga saham berfluktuasi di sekitar nilai fundamentalnya dan harus dianalisis menggunakan faktor fundamental dan non fundamental.

Penelitian ini memberikan bukti bahwa *disposition effect* yang terjadi pada perdagangan saham di bursa-bursa saham menurut hasil-hasil penelitian sebelumnya (Grinblatt & Han, 2005; Brown, *et al.*, 2006; Dhar & Zhu, 2006; Statman & Thorley, 2006; Barber, *et al.*, 2007; Goetzmann & Massa, 2008; dan Lee, *et al.*, 2008), juga terjadi di Bursa Efek Indonesia. Penelitian terdahulu yang mengaitkan *disposition effect* dengan harga saham telah dilakukan oleh Goetzmann & Massa (2008), namun penelitian tersebut mengaitkan *disposition effect* secara langsung dengan harga saham sebagai variabel independen. Hasil penelitian mereka mengungkapkan bukti bahwa *disposition effect* mempunyai pengaruh negatif pada harga saham.

Berbeda dengan penelitian Goetzmann & Massa (2008), penelitian ini memperlakukan *disposition effect* sebagai *moderating variable* antara nilai fundamental dan harga saham. Berdasarkan hasil penelitian ini *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara nilai fundamental saham, dalam hal ini *earning per share* atau *book value per share*, dengan harga saham. Pengaruh *disposition effect* pada hubungan antara *earning per share* atau *book value per share* dengan harga saham berbeda-beda tergantung pada periode-periode penelitian ini. Pada

periode sebelum krisis finansial (Januari 2008-Juni 2008) *disposition effect* tidak berpengaruh pada hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham, tetapi melemahkan hubungan positif *book value per share* dengan harga saham. Pada periode saat krisis finansial (Juli 2008-Desember 2008) *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham, tetapi tidak berpengaruh pada hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham. Demikian pula, pada periode setelah krisis finansial (Januari 2009-Juni 2009) *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham, tetapi tidak berpengaruh pada hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham.

Meskipun *earning per share* atau *book value per share* berkorelasi positif pada harga saham, namun hubungan positif tersebut dilemahkan oleh *disposition effect* pada saham tersebut. Semakin tinggi proporsi *disposition effect* pada saham, maka pengaruh positif dari *earning per share* atau *book value per share* pada harga saham tersebut akan semakin kecil. Semakin tinggi proporsi *disposition effect* pada saham maka harga saham tersebut semakin tidak sensitif pada informasi mengenai kenaikan atau penurunan nilai fundamentalnya. Sebaliknya, semakin rendah proporsi *disposition effect* pada saham, maka pengaruh positif dari *earning per share* atau *book value per share* pada harga saham tersebut akan semakin besar. Semakin rendah proporsi *disposition effect* pada saham maka harga saham tersebut semakin sensitif pada informasi mengenai kenaikan atau penurunan nilai fundamentalnya. Proporsi *disposition effect* pada saham menyebabkan harga saham bergerak tidak terlalu tinggi jika terjadi kenaikan *earning per share* atau *book value per share* pada saham tersebut, dan proporsi *disposition effect* menyebabkan harga saham bergerak tidak terlalu rendah jika terjadi penurunan *earning per share* atau *book value per share* pada saham tersebut.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi pada ilmu keuangan yang belum pernah diungkapkan dalam penelitian sebelumnya bahwa *disposi-*

tion effect terjadi di Bursa Efek Indonesia pada periode sebelum, saat, dan setelah krisis finansial. Faktor *behavior* dalam hal ini *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara nilai fundamental, yaitu *earning per share* atau *book value per share* masing-masing, dengan harga saham. Penelitian ini memperlakukan *disposition effect* sebagai *moderating variable* pada hubungan antara nilai fundamental dengan harga saham, sedangkan penelitian sebelumnya memperlakukan *disposition effect* sebagai variabel independen dalam kaitannya dengan harga saham atau *return* saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *disposition effect* pada hubungan antara nilai fundamental dan harga saham pada periode sebelum, saat, setelah krisis finansial 2008-2009 di Bursa Efek Indonesia.

Hasil penelitian ini memberikan bukti yang belum pernah diungkapkan dalam penelitian sebelumnya, bahwa harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental namun juga dipengaruhi oleh faktor perilaku para investor, yaitu *disposition effect* yang terjadi pada transaksi saham tersebut. Penelitian-penelitian sebelumnya mengenai *disposition effect* adalah sebagai variabel independen yang secara langsung dikaitkan dengan harga atau *return* saham, sedangkan dalam penelitian ini *disposition effect* merupakan variabel moderasi (*moderating variable*) antara nilai fundamental perusahaan dengan harga saham.

Hasil penelitian ini memberikan bukti bahwa pada periode sebelum krisis finansial *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *book value per share* dengan harga saham, sedangkan pada periode saat krisis finansial dan setelah krisis finansial *disposition effect* melemahkan hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham. Hal ini berarti bahwa pada periode sebelum krisis finansial para investor pada umumnya cenderung

lebih menggunakan informasi mengenai perubahan *earning per share* dalam pengambilan keputusan mengenai transaksi saham mereka, sehingga meskipun terdapat *disposistion effect* yang terjadi pada transaksi perdagangan saham tertentu, *disposition effect* tersebut tidak signifikan memengaruhi hubungan positif antara *earning per share* dengan harga saham. Sedangkan, pada periode saat krisis finansial dan setelah krisis finansial para investor pada umumnya cenderung lebih menggunakan informasi mengenai perubahan *book value per share* dalam pengambilan keputusan mengenai transaksi saham mereka, sehingga meskipun terdapat *disposistion effect* yang terjadi pada transaksi perdagangan saham tertentu, *disposition effect* tersebut tidak signifikan memengaruhi hubungan positif antara *book value per share* (BVS) dengan harga saham.

Saran

Para investor sebaiknya menyadari bahwa perilaku *disposition bias* mereka yaitu terburu-buru merealisasikan investasi saham mereka yang sedang dalam kondisi laba (*gains*) atau bersikap *risk aversion* dan terlalu lama menahan saham mereka yang dalam kondisi rugi (*losses*) terlalu lama atau bersifat *risk taking*, menyebabkan hasil investasi mereka menjadi tidak optimal. Para investor sebaiknya tetap berusaha konsisten bersikap *risk aversion* dalam bertransaksi saham dengan cara mengambil keputusan berdasarkan informasi mengenai perubahan fundamental saham. Guna memperoleh hasil analisis yang lebih akurat, sebaiknya para profesional yang bertugas menganalisis harga saham menggunakan faktor perilaku khususnya *disposition effect* di samping faktor fundamental dan teknikal.

Untuk keperluan *robustness test*, penelitian selanjutnya sebaiknya memasukkan variabel-variabel lain yang relevan seperti: volume perdagangan saham, volatilitas harga saham, jenis-jenis investor seperti investor individual dan institusi, investor asing atau lokal, dan sebagainya. Selain di Bursa Efek

Disposition Effect terhadap Hubungan antara Nilai Fundamental dan Harga Saham pada Periode Krisis Finansial

Yohanes Indrayono

Indonesia, penelitian mengenai *disposition effect* sebagai *moderating variable* antara nilai fundamental dengan harga saham juga perlu dilakukan di bursa saham luar negeri pada periode krisis finansial maupun periode normal.

DAFTAR PUSTAKA

- Barber, B.M., Odean, T., & Zhu, N. 2003. Systematic Noise. *Journal of Finance*, 55: 773–806.
- Barber, B.M., Yi, T.L., Yu, J.L., & Odean, T. 2007. Is the aggregate Investor Reluctant to Realise Losses? Evidence from Taiwan. *European Financial Management*, 13: 423–447.
- Barberis, N., Huang, M. & Santos, T. 2001. Prospect Theory and Asset Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116: 1–53.
- Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earning Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, 32: 663–682.
- Becchetti, L. & Giacomo, S.D. 2007. Deviations from Fundamentals in US and EU Stock Markets: A Comparative Analysis. *The European Journal of Finance*, 13(3): 195–226.
- Bhargava, V. & Malhotra, D. K. 2006. Do Price-Earnings Ratios Drive Stock Values? Not as great an impact as thought. *The Journal of Portfolio Management*, 86–92.
- Block, F.E. 1964. A Study of the Price to Book Relationship. *Financial Analysts Journal*, 107–108.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. 2005. Investment, Six Edition, Mc. Graw Hill Companies Inc, New York, USA.
- Brown, P., Chappel, N., Rosa, R.S., & Walter, T. 2006. The Reach of the Disposition Effect: Large Sample Evidence across Investor Classes. *International Review of Finance*, 6: 43–78.
- Capaul, C., Rowley, I., & Sharpe, William F. 1993. International Value and Growth Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 27–36.
- Dhar, Ravi & Zu, N. 2006. Up Close and Personal: Investor Sophistication and the Disposition Effect. *Management Science*, 52: 726–740.
- Dunis, C. & Reilly, D. 2004. Alternative Valuation Techniques for Predicting UK Stock Returns. *Journal of Asset Management*, 5: 230–250.
- E-Trading Securities, *daily trading on line data base*.
- Fairfield, P.M. 1994. P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends. *Financial Analysts Journal*, 23–31.
- Fama, E.F. & French, K.R. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, *Journal of Economic Perspectives*, 18(3): 25–46.
- Goetzmann, W.N. & Massa, M. 2002. Daily Momentum and Contrarian Behavior of Index Fund Investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37: 375–389.
- Grinblatt, M. & Han, B. 2005. Prospect Theory, Mental Accounting and Momentum. *Journal of Financial Economics*, 78: 311–339.
- Indonesia Stock Exchange. *IDX Fact Book 2008*.
- Kahneman, D. & Tversky, A. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47(2): 263–292.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R. W. 1994. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *Journal of Finance*, 49(5): 1541–1578.
- Lee, H.J., Park, J.W., Lee, J.Y., & Wyer JR, R.S. 2008. Disposition Effects and Underlying Mechanisms in E-Trading of Stocks. *Journal of Marketing Research*, VXLV: 362–378.
- Lo, W.C. & Lin, K.J. 2005. A Review of the Effects of Investor Sentiment on Financial Markets: Implications for Investors. *International Journal of Management*, 22(4): 708–715.
- Odean, T. 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance*, 53: 1775–1798.
- Patel, S.A. & Sarkar, A. 1998. Crises in Developed and Emerging Stock Markets. *Financial Analysts Journal*, 50–59.
- Sadka, G. 2007. Understanding Stock Price Volatility: The Role of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 45(1): 199–228.
- Shefrin, H. & Statman, M. 1985. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long:

- Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 40: 777–791.
- Shiller, R. J. 1981. Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review*, 71: 421–436.
- Statman, M. & Thorley, S. 2006. Overconfidence, Disposition and Trading Volume. *Review of Financial Studies*, 19: 1531–1565.
- Tobin, J. 1981. Money And Finance In The Macro-Economic Process. *Nobel Memorial Lecture*, 1-36.
- Yahoo Finance. 2009. www.yahoo.com. Diakses tanggal 13 Mei 2009.