

PENGUJIAN PERILAKU HERDING SEKITAR PENGUMUMAN DIVIDEN TUNAI PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Irene Rini Demi Pangestuti
Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro
Email : irenerinidp@yahoo.co.id

Abstrak

Pengujian perilaku *herding* di sekitar pengumuman dividen bertujuan untuk menguji perilaku investor di Bursa Efek Indonesia dengan adanya pengumuman dividen tunai selama tahun 2011 sampai dengan tahun 2014. Pengujian dilakukan pada perusahaan yang membagi dividen tunai selama empat tahun berturut-turut. Hasil penelitian membuktikan tidak terdapat perilaku *herding*, yang berarti bahwa investor di Bursa Efek Indonesia tidak lagi mengikuti perilaku sekelompok investor atau ikut ikutan membeli saham tapi sudah semakin bijak dan *smart* dalam memutuskan membeli saham yaitu menggunakan informasi kinerja perusahaan antara lain *dividend yield*, dan PER. Rendahnya *dividend yield* dan mahalnnya harga saham yang ditunjukkan dengan PER yang tinggi menjadikan pertimbangan dan yang menyebabkan investor tidak ikut-ikutan melakukan pembelian saham.

Kata kunci : Perilaku *herding*, pengumuman dividen tunai

1. Pendahuluan

Investor dalam berinvestasi pada saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengharapkan *return* antara lain berupa dividen. Namun pada tahun 2011 sampai dengan 2014 rata-rata setiap tahunnya hanya 43,71% perusahaan yang membagikan dividen tunai. Perusahaan yang selalu membagikan dividen tunai selama empat tahun berturut-turut dari tahun 2011 sampai dengan 2014 sebanyak 28 perusahaan, dengan *dividend yield* rata-rata setiap tahun sebesar 4,32%

Pengumuman pembagian dividen tunai diperkirakan akan memberikan sinyal positif bagi investor dan investor akan bereaksi dengan membeli saham ke 28 perusahaan yang selama empat tahun berturut-turut selalu membagikan dividen tunai. Reaksi investor atas adanya pengumuman pembagian dividen tunai akan terlihat pada saat pengumuman sampai dengan saat *Cum Dividend date* yang merupakan hari terakhir perdagangan saham dan yang akan memberikan hak dividen pada investor yang membeli sampai dengan *Cum Dividend date*. Kesempatan terakhir investor untuk membeli saham agar memperoleh dividen tunai yaitu pada saat *Cum Dividend date*.

Masih sedikitnya perusahaan yang *go public* di BEI yang memberikan *return* pada investor berupa dividen tunai, diduga akan menyebabkan reaksi investor akan sangat besar jika suatu perusahaan mengeluarkan pengumuman pembagian dividen tunai. *Signaling Theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen memberi sinyal tentang keyakinan manajemen akan kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan di masa mendatang, sehingga berita mengenai pengumuman pembagian dividen merupakan berita baik bagi investor dan akan memberikan sebuah sinyal bagi investor, yang selanjutnya akan

menyebabkan adanya reaksi dari para investor dan memungkinkan terjadi herding beli saham. Teori pengikutan (*herding theory*) menjelaskan adanya suatu situasi dimana orang-orang melakukan tindakan yang sama dengan yang banyak dilakukan orang lain. Perilaku ikut-ikutan ini dapat dialami oleh seseorang berpendidikan tinggi atau rendah, berpengalaman atau belum, laki-laki atau perempuan, tua atau muda, investor besar maupun investor kecil (Asri Marwan, 2013). Herding di pasar keuangan menggambarkan kecenderungan perilaku investor untuk mengikuti tindakan orang lain karena lebih mengandalkan *collective information* dari pada *private information* (Hachicha Nizar , 2010).

Pengujian perilaku *herding* yang terjadi di bursa saham, sudah banyak dilakukan dengan menggunakan metode pendeteksian *Cross- Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Pengujian perilaku herding di bursa saham menemukan bukti adanya perilaku herding di bursa saham Cina, Korea Selatan, Indonesia, Singapura, dan Malaysia (Chiang dan Zheng, 2010), di semua bursa saham Asia Pasifik, seperti Indonesia, Hong Kong, Jepang, Malaysia, Filipina (Wijayanto, et al , 2011), di BEI (Chandra, Maximilian 2012). Penelitian Chang et.al (2000), di Bursa Efek Amerika Serikat, Hong Kong, Jepang, Korea Selatan dan Taiwan, membuktikan bahwa tidak terdapat perilaku herding di bursa efek Amerika Serikat dan Hong Kong, namun terdapat perilaku herding di Jepang, Korea Selatan dan Taiwan. Penelitian Chandra Maximilian (2012), yang meneliti aktivitas herding saham perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana(IPO) atau *go public* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 sampai dengan 2011, menunjukkan bahwa tidak terjadi aktivitas herding selama 15 hari setelah perusahaan melakukan penawaran saham perdana(IPO). Penelitian Loh dan Araral (2013) tidak menemukan bukti yang signifikan adanya perilaku *herding* di bursa saham Singapura. Demikian juga penelitian herding di Bursa Efek Pakistan yang dilakukan oleh Javaira Zuee dan Hassan Arshad (2015), dengan menggunakan data harian dan data bulanan saham dari Karachi *Stock Exchange* membuktikan bahwa di Bursa Efek Pakistan pada periode tahun 2002-2007 tidak ditemukan adanya herding, kondisi ekonomi makro Pakistan tidak mendorong adanya herding.

2. Kajian Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Perilaku Herding

Perilaku herding (ikut-ikutan) merupakan bentuk perilaku investor baik rasional maupun irrasional. Herding irrasional terjadi karena investor mengikuti perilaku investor-investor yang lain secara membabi buta dan tidak mepedulikan pemikirannya sendiri. Sedangkan perilaku herding rasional fokus pada problem antara agent dan prinsipal, dimana manajer meniru tindakan investor-investor lain dengan sepenuhnya mengabaikan

private information yang dimiliki untuk menjaga reputasi modalnya di bursa efek (Devenow and Welch, 1996; Chang et al, 2000).

Herding dianggap sebagai konsep yang paling penting dalam teori ekonomi, yang mempengaruhi mekanisme penetapan harga dan keputusan *trading* investor. Perilaku herding menyebabkan harga-harga saham menyimpang dari nilai fundamentalnya, memperburuk volatilitas return, mengganggu system keuangan, memperburuk krisis, dan akhirnya meningkatkan kerapuhan system keuangan (Javaira Zuee dan Hassan Arshad, 2015).

Dalam mendeteksi keberadaan perilaku herding, telah banyak penelitian yang dilakukan di berbagai pasar modal. Pengukuran yang paling sesuai untuk mendeteksi *herding* adalah dengan mengukur nilai disperse antara *return* saham dengan *return* pasar (Christie dan Huang, 1995). Nilai disperse sendiri adalah pengukuran mengenai seberapa dekat *return* saham individual dengan *return* pasar. Suatu bursa saham yang terindikasi perilaku *herding* secara sempurna, akan menyebabkan *return* saham bergerak searah dengan *return* pasar, yang berakibat pada nilai disperse sebesar nol, sedangkan bursa saham yang terbebas dari perilaku *herding* akan ditunjukkan oleh nilai disperse yang besar dan berbeda dari *return* pasar.

Nilai dispersi pada penelitian ini diukur dengan menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), dimana model ini merupakan model ekonometrika yang paling kuat untuk mengukur dispersi antara *return* saham dengan *return* pasar dan metode ini pertamakali diaplikasikan untuk mendeteksi perilaku *herding* di pasar saham internasional. Dalam metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), Chang, Cheng, dan Khorana (atau CCK) melebarkan analisa Christy dan Huang (1995) yaitu, mengukur *herding* dengan dasar *return* saham dan memakai metode non-linear *regression* untuk menganalisis hubungan antara rata-rata nilai dispersi (CSAD) dengan rata-rata *return* pasar.

Metode ini menggunakan dua parameter *return* pasar (R_{mt}) dan jika terjadi indikasi perilaku *herding* mengikuti sentimen pasar, maka *return* saham individual akan mengelompok di sekitar *return* pasar, yang menyebabkan nilai deviasi antara *return* saham dengan *return* pasar akan kecil. Atau dengan kata lain, *return* saham tidak ter-deviasi jauh dengan *return* pasar. Dapat disimpulkan, untuk mengukur nilai disperse (CSAD) antara *return* saham dengan *return* pasar, persamaannya adalah sebagai berikut (Chang, et al 2000).

$$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{i,t} - R_{m,t}|$$

Dimana:

3.

$R_{i,t}$: *return* saham individual pada periode t yang sama

$R_{m,t}$: *return* pasar pada periode t yang sama

N : jumlah perusahaan dalam sampel

Adany indikasi Perilaku *herding* disuatu bursa saham akan ditunjukkan bukan hanya oleh penurunan nilai disperse (CSAD), melainkan juga oleh adanya hubungan non-linear dari nilai disperse (CSAD) tersebut dengan *return* pasar (R_{mt}). Lalu, digunakan analisis regresi non-linear untuk mengukur hubungan antara nilai disperse (CSAD) dengan *return* pasar. Namun, perlu digaris bawahi bahwa CSAD bukan metode untuk mendeteksi *herding*, melainkan perilaku *herding* diidentifikasi melalui hubungan antara CSAD dan *return* pasar. Hubungan antara CSAD dan *return* pasar diukur dengan menggunakan analisis regresi dengan persamaan kuadrat seperti dibawah ini (Chang,etal 2000):

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

Dimana:

α : *variabel intersept*

γ_1 : koefisien linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar

γ_2 : koefisien non-linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar

$R_{m,t}$: *return* pasar pada periodet

ε_t : *standard error*

Menggunakan *single index model*, metode tersebut didasarkan pada versi *conditional* dari *Capital Assets Pricing Models* (CAPM), yang mengukur tingkat disperse (CSAD) *return* saham dengan *return* pasar melalui pengukuran deviasi dari *return* saham dengan *return* pasar. Chang,etal (2000) berasumsi bahwa di dalam *rational asset pricing models*, hubungan antara tingkat disperse *return* saham individual dengan *return* pasar adalah linear dan positif. Dengan kata lain, nilai dispersi (CSAD) akan bergerak searah dengan *return* pasar (R_{mt}).

Penambahan variabel nilai absolute dari *return* pasar ($|R_{mt}|$) digunakan untuk membuktikan koefisien linear. Selain itu variabel nilai *return* pasar absolut ($|R_{mt}|$) digunakan untuk mengilustrasikan keadaan ketika *return* pasar dalam kondisi normal. Nilai dispersi (CSAD) akan meningkat seiring dengan peningkatan dari nilai absolut dari *return* pasar ($|R_{mt}|$),sesuai dengan *rational asset pricing model* (Chang,et al 2000). Penambahan variabel nilai kuadrat dari *return* pasara (R_{mt}^2) dalam persamaan,digunakan untuk mengilustrasikan keadaan

Ketika terjadi pergerakan harga (volatilitas) yang tinggi.Variabel tersebut juga digunakan untuk menangkap hubungan yang non-linear pada saat terjadinya pergerakan

(volatilitas) harga yang tinggi. Ketika terjadi pergerakan harga yang tinggi (*market stress*), dimana investor cenderung untuk melakukan (*herding*) mengikuti konsensus (sentimen) pasar, akan menyebabkan hubungan antara CSAD dengan *return* pasar (R^2_{mt}) yang semula linear, akan menjadi non-linear. Hubungan non-linear tersebut kemudian berimplikasi pada koefisien R^2_{mt} yang negative signifikan ($\gamma_2 < 0$) secara statistika. Koefisien γ_2 yang negatif dan signifikan tersebut ($\gamma_2 < 0$), mengindikasikan bahwa terjadi perilaku *herding* di bursa saham, yang mana hal tersebut direfleksikan dari nilai CSAD yang menurun (Chang, et al 2000). Singkatnya adalah metode ini menyatakan bahwa nilai dispersi akan menurun jika *return* pasar meningkat.

2.2 Signalling Theory

Perusahaan dalam membuat keputusan yang berkenaan dengan pembagian sebagian laba yang diperoleh dalam bentuk dividen tunai, perlu dipertimbangkan dengan cermat. Jika perusahaan membagi dividen tunai secara berlebihan, akan mengakibatkan sumber dana internal yang relatif murah akan menjadi berkurang dan kebutuhan dana untuk ekspansi akan tergantung pada sumber dana eksternal. Sebaliknya jika perusahaan terlalu kecil membagikan dividen tunai atau bahkan tidak membagikan dividen tunai, maka akan mengecewakan pemegang saham dan akan menimbulkan reaksi negatif atas saham perusahaan.

Berkaitan dengan efisiensi pasar, *signaling theory* lebih menekankan pada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi yang dilakukan pihak pemegang saham perusahaan. Keputusan yang diambil oleh perusahaan akan memberikan sinyal kepada pasar mengenai informasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan informasi mengenai kebijakan pembagian dividen tunai dapat memberikan sinyal tentang keyakinan manajemen dalam menghasilkan pendapatan di masa yang akan datang (Asri Marwan, 2013).

Sedangkan bagi pelaku pasar, suatu informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan dianggap sebagai nilai informatif dan digunakan sebagai bahan pertimbangan sebelum pelaku pasar membuat keputusan berinvestasi. Pelaku pasar terlebih dahulu menganalisis informasi yang dipublikasikan tersebut sebagai sinyal baik ataupun buruk dan diikuti oleh sejumlah reaksi. Adanya reaksi atas informasi yang dipublikasikan tersebut tercermin dalam pergerakan harga saham yang tentunya juga dapat mempengaruhi *abnormal return*.

2.4 Dividen Tunai

Return yang diharapkan oleh pemegang saham berupa dividen dan *capital gain*. *Capital gain* diperoleh investor jika harga jual saham lebih tinggi dari pada harga beli

saham tersebut. Terdapat ketidak pastian apakah harga saham akan meningkat, sehingga terdapat ketidak pastian investor akan memperoleh *capital gain*. Pengambilan keputusan mengenai seberapa besar dari laba yang diperoleh perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen tunai merupakan hasil rapat umum pemegang saham (RUPS). Besarnya dividen tunai yang telah diputuskan dalam rapat umum pemegang saham bersama pihak manajemen perusahaan merupakan *return* yang pasti akan diperoleh pemegang saham. Hal tersebut sesuai dengan *Bird in the hand theory* yang menyatakan bahwa pemegang saham memandang *capital gain* mengandung ketidak pastian lebih tinggi dibandingkan dividen, sehingga investor lebih menyukai imbal hasil yang sudah pasti berupa dividen tunai yang akan diperoleh jika investor memiliki saham perusahaan yang membagikan dividen tunai tersebut. Jika investor belum memiliki saham perusahaan yang akan membagi dividen, maka investor cenderung akan membeli saham tersebut setelah ada pengumuman pembagian dividen.

2.5 Hipotesis Penelitian

E.F Fama pada tahun 1965 pertama kali memperkenalkan teori pasar efisien, yang menyatakan bahwa pada pasar yang efisien, adanya informasi baru akan sangat mempengaruhi nilai intrinsik saham dan munculnya informasi baru tersebut akan tercermin secara cepat pada harga pasar saham. Pada pasar yang efisien terdapat pemodal-pemodal yang berpengetahuan luas dan informasi tersedia secara luas kepada para pemodal sehingga mereka bereaksi secara cepat atas informasi baru yang pada akhirnya menyebabkan harga efek-efek melakukan penyesuaian secara cepat dan akurat. Salah satu informasi baru yang diharapkan oleh investor secara periodik adalah adanya pengumuman pembagian dividen, karena dividen yang dibagikan merupakan imbal hasil bagi investor yang akan dapat meningkatkan kemakmurannya.

Javaira Zuee Hassan Arshad (2015), mengidentifikasi terdapat dua jenis herding yaitu herding yang mengarah pada sekelompok saham tertentu saja dan yang lebih luas lagi herding yang mengarah pada saham-saham di bursa efek. Penelitian ini menguji keberadaan herding pada sekelompok saham tertentu yaitu saham-saham yang selama tahun 2011 sampai tahun 2014 membagikan dividen pada investor. Pengumuman pembagian dividen ini merupakan berita baik bagi investor, dan akan memberikan signal positif bagi investor untuk membeli saham.

Berdasarkan penelitian terdahulu dan landasan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut :

Terdapat perilaku herding pada saham-saham perusahaan yang selama empat tahun berturut-turut membagi dividen dari tahun 2011 sampai dengan 2014, yang

ditunjukkan dengan adanya perilaku herding selama 15 hari setelah adanya pengumuman pembagian dividen.

3. Metode Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2014 sebanyak 480 perusahaan. Sampel diperoleh dengan metode purposive sampling. Sedangkan sampel penelitian adalah saham-saham yang setiap tahun membagikan dividen tunai selama tahun 2011 sampai dengan 2014 yaitu sebanyak 28 perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya perilaku herding selama 15 hari sejak pengumuman pembagian dividen. Pengujian herding dilakukan dengan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) yang mengacu pada penelitian Chang, et al (2000) serta Hassan Arshad dan dan Javaira Zuee (2015) dengan CSAD yang merupakan nilai disperse *return* saham sebagai variabel dependen dan dengan variabel independennya adalah *Return* pasar absolut ($|R_{m,t}|$) dan *Return* pasar kuadrat ($R^2_{m,t}$).

Variabel Independen

1. *Return* Pasar Absolut ($|R_{m,t}|$)

Variabel independen yang pertama adalah *Return* pasar absolute, yang merupakan return pasar yang diabsolutkan. Sedangkan return pasar merupakan rata-rata *return* saham-saham yang membagikan dividen selama empat tahun berturut-turut dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2014 (Hassan Arshad dan dan Javaira Zuee, 2015), yang dihitung dengan rumus berikut ini.

$$|R_{m,t}| = \left| \frac{\sum R_{i,t}}{N} \right|$$

Dimana :

$$R_{i,t} = \ln \left[\frac{P_t}{P_{t-1}} \right] \times 100$$

N = Jumlah saham yang membagikan dividen

P_t = Harga penutupan saham pada saat t

P_{t-1} = Harga penutupan saham pada saat t-1

2. *Return* Pasar Kuadrat ($R^2_{m,t}$)

Variabel independen yang ke dua adalah *Return* Pasar Kuadrat ($R^2_{m,t}$), yang merupakan return pasar yang dikuadratkan. Return market kuadrat dihitung dengan

menggunakan rumus berikut ini :

$$R^2_{m,t} = \left[\frac{\sum R_{i,t}}{N} \right]^2$$

Dimana :

$$R_{i,t} = \ln \left[\frac{P_t}{P_{t-1}} \right] \times 100$$

N = Jumlah sampel

Variabel Dependen

Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Nilai dispersi yang diukur dengan metode *Cross- Sectional Absolute Deviation (CSAD)* antara *return* saham dengan *return* pasar, melalui pengukuran deviasi dari *return* saham dengan *return* pasar. CSAD dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini (Chang et al ,2000 serta Hassan Arshad danJavaira Zuee, 2015):

$$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{i,t} - R_{m,t}|$$

Dimana:

$R_{i,t}$: *return* saham individual pada periode t

$R_{m,t}$: *return* pasar pada periode t yang sama

N : jumlah saham perusahaan dalam sampel

Hubungan antara nilai CSAD dengan *return* pasar diukur dengan menggunakan analisis regresi kuadrat seperti persamaan di bawah ini (Chang, et al 2000) :

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

Dimana:

α : variabel *intersept*

γ_1 : koefisien linear antara CSAD dan *return* pasar absolut

γ_2 : koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar kuadrat

$R_{m,t}$: *return* pasar pada periode t (*daily return*)

ε_t : *standard error*

perilaku *herding* timbul ketika terjadi volatilitas (pergerakan) harga pasar yang tinggi. Pada saat itu, investor cenderung mengabaikan untuk melakukan analisis dan

akan cenderung untuk mengikuti perilaku investor lain dan sentimen pasar, sehingga menyebabkan nilai disperse (CSAD) akan kecil (Chang, et al (2000)). Perilaku *herding* tersebut akan menyebabkan hubungan antara CSAD dengan *return* pasar (R^2_{mt}) yang semula linear, akan menjadi non-linear. Hubungan non-linear tersebut kemudian berimplikasi pada koefisien R^2_{mt} yang negatif signifikan ($\gamma_2 < 0$) secara statistik. Koefisien γ_2 yang negatif dan signifikan tersebut ($\gamma_2 < 0$), mengindikasikan bahwa terjadi perilaku *herding* di bursa saham, yang mana hal tersebut direfleksikan dari nilai CSAD yang menurun (Chang, et al 2000).

Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data kuantitatif. Data yang digunakan pada penelitian ini yaitu data *closing price* saham secara harian selama 15 hari dari saat pengumuman pembagian dividen, yang digunakan untuk perhitungan *return* saham harian selama periode jendela 15 hari tersebut. Penggunaan data secara harian (*daily*) tersebut diharapkan dapat menangkap adanya perilaku *herding* yang merupakan fenomena *short-lived phenomenon* atau fenomena jangka pendek (Tan, et al 2008; Laodan Singh, 2007; Christie dan Huang, 1995). Oleh karena itu, penggunaan data *closing price* secara harian akan memperbesar probabilitas untuk menangkap perilaku *herding* di suatu bursa saham. Data *closing price* harian tersebut juga dapat diklasifikasikan sebagai data runtut waktu (*time series*).

Data sekunder pada penelitian ini berupa harga penutupan saham secara harian dari 28 saham-saham perusahaan yang dijadikan sampel diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (IDX). Sedangkan informasi mengenai *announcement date* juga diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (IDX) dan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).

4. Hasil dan Pembahasan

Pengujian terhadap indikasi perilaku *herding*, digunakan persamaan regresi yang diadopsi dari penelitian Chang, et. al (2000) telah digunakan oleh para peneliti di dunia untuk menguji perilaku *herding*, berikut ini :

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R^2_{m,t} + \varepsilon_t$$

Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik atas persamaan model regresi tersebut, kemudian dilakukan pengujian hipotesis dengan hasil pengujian yang dapat dilihat pada tabel berikut ini .

Hasil Pengujian Hipotesis

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig |
|------------|-----------------------------|-----------|---------------------------|--------|-------|
| | B | Std Error | Beta | | |
| (Constant) | 1,170 | 0,096 | | 12,187 | 0,000 |

| | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $ R_{m,t} $ | 0,384 | 0,355 | 0,283 | 1,081 | 0,285 |
| $R^2_{m,t}$ | 0,354 | 0,227 | 0,408 | 1,561 | 0,125 |

Dari tabel hasil pengujian hipotesis dapat diketahui bahwa variabel independen *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai dispersi *return* (CSAD), yang berarti tidak terdapat indikasi adanya *herding*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku *herding* tidak terjadi selama 15 hari dari saat pengumuman dividen yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia, yang selama empat tahun berturut-turut membagikan dividen dari tahun 2011 -2014. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chandra, Maximilian (2012) bahwa, tidak terdapat indikasi perilaku *herding* di bursa saham Indonesia. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Loh dan Araral (2013) bahwa tidak terdapat indikasi dari perilaku *herding* di bursa saham. Singapura.

Informasi dari laporan keuangan yang dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan investasi adalah terkait dengan kekayaan perusahaan, profitabilitas perusahaan, dan transaksi-transaksi ekonomi lain yang dapat mempengaruhi kekayaan dan profitabilitas perusahaan. Berdasarkan analisis dari laporan keuangan tersebut, investor dapat memutuskan apakah menguntungkan atau tidak apabila berinvestasi pada saham perusahaan tersebut dan juga dapat memutuskan apakah harus membeli atau menjual saham perusahaan tersebut (Tandelilin, 2001).

Dari laporan keuangan perusahaan sampel diketahui bahwa rata-rata *dividend yield* sebesar 4,0321%, bahkan *dividend yield* PT Multi Bintang Indonesia Tbk (MLBI) hanya sebesar 0,00202703 % yang diberikan pada tahun 2012. Investor menganggap bahwa *dividend yield* yang diterima relatif kecil dikarenakan *dividend per share* (DPS) yang kecil dibandingkan dengan harga saham yang harus dibayar oleh investor untuk mendapatkan *dividend yield* tersebut.

Price Earning Ratio (PER) dapat menunjukkan mahal atau murahnya saham perusahaan, karena *Price Earning Ratio* (PER) merupakan perbandingan antara harga pasar saham dibagi dengan laba per lembar saham. Semakin tinggi PER menunjukkan bahwa saham tersebut semakin mahal dimata investor. Rata-rata PER selama tahun 2010 sampai dengan tahun 2014 sebesar 20,2048 kali dan PER tertinggi 347,10 kali dimiliki oleh PT Goodyear Indonesia Tbk. (GDYR) pada tahun 2011. Sedangkan PER terendah sebesar - 13,52 kali dimiliki oleh PT Lippo General Insurance Tbk. (LPGI) pada tahun 2011,

dikarenakan perusahaan mengalami kerugian sebesar Rp. 18,751 juta pada tahun 2011 dan rugi per lembar saham sebesar Rp 125,-

Return saham harian selama 15 hari dari saat pengumuman dividen rata-rata sebesar 0,0540% per hari dan *return* saham terendah ada pada PT Goodyear Indonesia Tbk. (GDYR) pada pembagian dividen tahun 2012, sedangkan *return* saham harian selama 15 hari tertinggi sebesar 2,35 % ada pada PT Bank Danamon Tbk. (BDMN) pada saat pembagian dividen tahun 2011.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa selama 15 hari setelah pengumuman pembayaran dividen tunai di Bursa Efek Indonesia tidak terbukti adanya herding atas saham-saham tersebut. Hal ini membuktikan bahwa investor di Bursa efek Indonesia semakin bijak dalam berinvestasi. Investor di Bursa efek Indonesia dalam berinvestasi mempertimbangkan aspek kinerja perusahaan yang dapat dilihat pada laporan keuangan yang dipublikasikan, dan tidak lagi melakukan transaksi saham karena ikut-ikutan investor lain. Dengan demikian pengumuman dividen tidak selalu memberikan sinyal positif bagi investor untuk membeli saham, namun informasi kinerja perusahaan juga menjadi pertimbangan penting untuk mengurangi risiko berinvestasi. Mahalnya harga saham setelah ada pengumuman pembagian dividen tunai yang dilihat dari tingginya PER, dan rendahnya imbal hasil yang diterima yang diukur dengan rendahnya *dividend yield* menyebabkan investor tidak melakukan ikut-ikutan membeli saham, sehingga tidak terjadi herding.

5. Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang non-linear dan negatif antara *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) dan nilai dispersi (CSAD), sebagai indikasi perilaku *herding* di Bursa Efek Indonesia atas saham-saham perusahaan yang membagikan dividen tunai selama empat tahun berturut-turut dari di tahun 2011 sampai dengan 2014. Hal ini menunjukkan investor di Bursa Efek Indonesia tidak lagi mengikuti perilaku sekelompok investor tapi sudah semakin bijak dan *smart*. Rendahnya *dividend yield* dan mahalnya harga saham yang ditunjukkan dengan PER yang tinggi menjadikan pertimbangan dan yang menyebabkan investor tidak ikut-ikutan melakukan pembelian saham selama 15 hari setelah pengumuman pembayaran dividen tunai.

Daftar Pustaka

- Asri Marwan 2013, Keuangan Keperilakuan, *Manajemen Keuangan Korporasi*, Edisi pertama, Juni, BPFE Yogyakarta, halaman 12- 13.
- Barberis, Nicholas dan Richard Thaler. 2003. A Survey Of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, Chapter 18, h. 1051-1121
- Chandra, Maximilian. 2012. Pengukuran dan Analisis Perilaku Herding pada Saham IPO Bursa Efek Tahun 2007-2011. *Tesis*, MMFEUI, h. 1-139
- Chang, C.E., J.W. Cheng, A. Khorana. 2000. An Examination of Herd Behavior in

- Equity Markets: An International Perspective. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24, h. 1651-1679
- Chiang, Thomas C. dan Dazhi Zheng. 2010. An Empirical Analysis of Herd Behavior in Global Stock Markets. *Journal of Banking & Finance*, h. 1911- 1921
- Christie, W.G. dan Huang, R.D., 1995. Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?. *Financial Analysts Journal*, 51 h. 31–37.
- Devenow, a, & Welch I (1996), Rational Herding in Financial Economics, *European Economic Review*, 40, 603-615
- Hachicha Nizar , 2010, New Sight of Herding Behavioural through Trading Volume, Discussion Paper No. 2010-11 | February 23, 2010
- Javaira Zuee dan Hassan Arshad 2015, An Examination of Herding Behavior in Pakistani Stock Market, *International Journal of Emerging Markets*, Vol 10 No 3, pp 474-490
- Lao, Paulo dan Harminder Singh. 2011. Herding Behaviour in The Chinese and Indian Stock Markets. *Journal of Asian Economics*, Vol. 22, h. 495-506
- Loh, Yinshan dan Eduardo Araral. 2013. Herd Behavior in Stock Markets: A Cross Cultural Analysis. *Paper, Singapore Economics Association*, h. 1-48.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio (Edisi Pertama)*. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Widyastuti, Arie. 2011. “Behavioural Finance dalam Proses Pengambilan Keputusan”. LMFE UNPAD, h. 1-15
- Wijayanto, Gunawan, H. dkk. 2011. Pendeteksian Perilaku Herding pada Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik, *Forum Statistika dan Komputasi IPB*, 16-23

