

EFEK TRADING VOLUME, KAPITALISASI PASAR, *FIRM SIZE* DALAM MENJELASKAN *HERDING* PADA *RETURN*

Dedi Hariyant
Universitas Muhammadiyah,
Pontianak, Kalimantan Barat
Indonesia

Wendy Wendy
Universitas Tanjungpura,
Pontianak, Kalimantan Barat
Indonesia

Abstrak— Penelitian ini menguji interaksi antara herding dan anomali pasar saham syariah dan memberikan bukti tentang apakah efek struktur modal pada return, tata kelola perusahaan yang baik pada return dan efek herding pada return saham disalurkan melalui faktor volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan ukuran perusahaan. Mendeteksi herding menggunakan pendekatan Chang penyimpangan absolut cross-sectional (CSAD) dari return. Populasi adalah 131 perusahaan pembentuk JII di BEI. Non-probability random sampling digunakan dalam memilih sampel dengan metode pengambilan sampel adalah purposive sampling, kriteria sampel adalah: perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan antara 2010 dan 2019; perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip GCG; laporan keuangan tahunan berkelanjutan. Total sampel adalah 62 perusahaan \times 10 tahun 620 pengamatan. Selanjutnya instrumen analisis adalah WarpPLS yang melibatkan model struktural dan variabel moderasi.

Kata kunci : Herding pada return

Latar Belakang

Herding mencerminkan kesamaan dalam membuat keputusan investasi (Adam Clements, 2016). Sampai saat ini herding dipasar modal masih di kaji dan semakin berkembang dari apa yang dilakukan oleh studi-studi terdahulu. Berkaitan dengan itu, kajian herding di pasar modal masih menjadi isu yang diperdebatkan. Herding terjadi pada seluruh pelaku pasar modal baik individu, institusional, investor domestik, investor asing, investor laki-laki, perempuan maupun fund managers. Investor individu domestik juga melakukan herding (Lin Tan, 2008). Herding yang dilakukan oleh investor individu lebih didasari keterbatasan informasi yang diperolehnya. Investor individu lebih bergantung pada informasi publik untuk perdagangan mereka karena dipengaruhi oleh sentimen pasar dan peristiwa yang menarik perhatian (Wei Li, 2016). Investor dipasar modal tidak hanya didominasi oleh kaum laki-laki saja, namun juga digeluti oleh kaum perempuan. Perilaku herding juga dilakukan oleh perempuan dan menunjukkan perilaku herding yang lebih besar dan memiliki tingkat melek investasi (Salem, 2019). Herding di pasar modal semakin lazim dalam literatur keuangan modern dan menarik serta semakin meningkat dari kalangan akademisi yang menghasilkan volume artikel yang luar biasa dalam literatur yang ada.

Herding mengacu pada situasi dimana orang-orang rasional mulai berperilaku irasional dengan meniru penilaian orang lain saat membuat keputusan. Dari sekian banyak penelitian yang telah dilakukan perilaku herding di pasar modal negara-negara maju juga terjadi dalam berbagai kondisi.

Herding di pasar saham maju (kecuali AS) dan di pasar Asia (Thomas C. Chiang, 2010). Tidak menemukan bukti herding di pasar di AS dan Hong Kong dan sebagian bukti herding di Jepang (Eric C. Chang a, 2000). Di negara negara berkembang herding sangat sering terjadi. Pasar negara berkembang dalam mendokumentasikan bukti herding yang signifikan (Eric C. Chang a, 2000). Negara berkembang di tenggarai terjadi pasar modal yang tidak efisien maka berakibat pada terjadinya asimetris informasi. Perilaku herding karena asimetri informasi di antara para investor (Hassan, 2015). Sangat banyak faktor yang menyebabkan terjadi herding di pasar modal dan faktor dominan yaitu terjadinya krisis di negara tersebut atau secara global yang menyebabkan pasar menurun secara serentak. Efek herding menjadi lebih kuat selama krisis keuangan global (Fotini Economou, 2011). Masalah krisis kesehatan akibat covid 19 yang sudah ditetapkan oleh WHO sebagai pandemi global Pada 11 Maret 2020, menyebabkan pasar global menurun secara serentak. Penurunan ekonomi akibat pandemi tersebut menjadi topik yang sangat relevan di hubungkan dengan herding di pasar modal untuk diteliti. Dampak ekonomi dari pandemi global telah berpengaruh dalam membentuk respons kesehatan masyarakat terhadap penyakit menular (Peckham, 2013).

Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Menguji interaksi antara herding dan anomali pasar saham syariah
2. Apakah efek struktur modal pada return, tata kelola perusahaan yang baik pada return dan efek herding pada return saham disalurkan melalui faktor volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan ukuran perusahaan

Tinjauan Literatur

Pengaruh Trading Volume Terhadap Herding

Trading volume merupakan unsur kunci dalam memprediksi pergerakan harga saham dipasar, karena dipandang bagian penting dari informasi yang memberikan signal pergerakan harga kedepannya. Naik turunnya trading volume di tentukan berbagai faktor baik dari dalam perusahaan maupun dari luar. Trading volume terkait dengan *Signalling Theory* (Ross, 1977), didasarkan pada asumsi bahwa informasi yang diterima oleh masing-masing pihak tidak sama. Pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Teori sinyal menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen

perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi.

Penelitian hubungan antara herding dan likuiditas di pasar saham Vietnam (Xuan Vinh Vo, 2019). Indikator trading volume membandingkan volume perdagangan pada hari tertentu dengan pergerakan rata-rata 30 hari sebelumnya untuk menentukan tingkat likuiditas. Temuannya mendeteksi bukti anekdotikal signifikan dari herding untuk kondisi likuiditas pasar menengah untuk seluruh sampel dan sebagian besar sub-periode. Untuk kondisi likuiditas tinggi dan rendah, hasilnya agak berbeda tergantung pada periode tertentu. Setelah meninjau teori terkait dan penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa trading volume memiliki pengaruh signifikan terhadap herding. Untuk itu, hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan:

H1. *Trading volume memiliki pengaruh signifikan terhadap herding.*

Pengaruh Kapitalisasi Pasar Terhadap Herding

Kapitalisasi pasar mengindikasikan nilai dari saham yang beredar di pasar, semakin tinggi nilainya mencerminkan semakin mahal perusahaan di harga para investor. Kapitalisasi pasar sangat berarti bagi investor dalam pertimbangan dasar dari karakteristik, risiko dan tingkat ketertarikan investor terhadap saham perusahaan. Kapitalisasi merupakan informasi bagi para investor sehingga dapat dikaitkan dengan *Signalling Theory* (Ross, 1977). Kapitalisasi pasar merupakan informasi publik jadi investor dapat mengamati sebelumnya untuk membuat keputusan pada hari berikutnya berdasarkan pengamatan tersebut.

Penelitian tentang perilaku herding investor institusional dan individu di pasar saham Taiwan (Hsieh, 2013) dengan indikator kapitalisasi pasar diukur dengan logaritma kapitalisasi pasar penutupan dari saham *i*. Temuannya Investor institusi lebih menyukai perusahaan dengan kapitalisasi kecil dan turnover lebih rendah dan mengikuti strategi umpan balik positif. Setelah meninjau teori terkait dan penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa kapitalisasi pasar memiliki pengaruh signifikan terhadap herding. Untuk itu, hipotesis kedua dalam penelitian ini menyatakan:

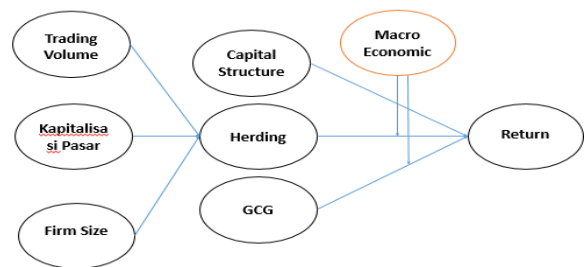
H2. *Kapitalisasi pasar memiliki pengaruh signifikan terhadap herding.*

Pengaruh Firm Size Terhadap Herding

Firm size menggambarkan besar atau kecilnya perusahaan yang tercermin dari laporan keuangan. Dari laporan keuangan ada signal bagi investor dalam menilai perusahaan karena menyajikan informasi masa lalu untuk menilai prospek bisnis perusahaan kedepannya. Dalam hal ini secara teoritis firm size dapat dihubungkan dengan teori signalling (Spence, 1978), yang menyatakan seharusnya sebuah perusahaan memberikan signal kepada pengguna laporan keuangan. Penelitian (Rıza Demirel, 2018) membahas apakah karakteristik perusahaan penting dalam menentukan pengaruh herding investor terhadap return aset. Indikator firm size dengan cara pada akhir setiap bulan, saham dalam masing-masing industri diurutkan menjadi atas (30%), menengah (40%), dan portofolio ukuran bawah (30%) (berbobot sama) berdasarkan 1-bulan - Kapitalisasi pasar terbagi atas saham biasa yang beredar. Dalam setiap kelompok ukuran disortir saham ke dalam industri untuk menghitung return industri dengan bobot yang sama. Temuannya bahwa perusahaan kecil

dengan tingkat herding tinggi secara signifikan berkinerja di bawah perusahaan kecil yang mengalami herding rendah, menunjukkan bahwa efek herding pada return adalah fenomena perusahaan kecil dalam suatu industri. Setelah meninjau teori terkait dan penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa firm size memiliki pengaruh signifikan terhadap herding. Untuk itu, hipotesis ketiga dalam penelitian ini menyatakan

H3. *Firm size memiliki pengaruh signifikan terhadap herding.*



Gambar 1: Kerangka konseptual

Pengaruh struktur modal terhadap return saham

Dari beberapa teori tentang struktur modal, dalam penelitian ini digunakan teori keagenan yaitu struktur modal disusun mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manager dengan konsep free cash flow (Meckling, 1976), fokus teori ini bagaimana utang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan free cash flow. Penelitian ini beragapan bahwa perusahaan yang menjadi objek adalah perusahaan publik yang masuk dalam daftar efek syariah pembentuk JII maka diasumsikan juga semua perusahaan memiliki utang sesuai dengan ketentuan Fatwa DSN-MUI No. 80 Tahun 2011. Penelitian tentang struktur modal dan return saham dengan menggunakan indikator rasio utang (Welch, 2004). Temuan dari pengamatannya adalah return saham merupakan penentu tingkat pertama dari rasio utang, bahwa mereka mungkin satu-satunya pengaruh dinamika rasio utang yang dipahami dengan baik, dan bahwa banyak proxy yang sebelumnya digunakan tampaknya telah membantu menjelaskan dinamika struktur modal terutama karena mereka berkorelasi. Setelah meninjau teori terkait dan penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap return. Untuk itu, hipotesis keempat dalam penelitian ini menyatakan:

H4. *Struktur modal memiliki pengaruh signifikan terhadap return.*

Pengaruh Herding Terhadap return saham

Ketidakpastian hasil dari keputusan investasi di pasar modal terutama dalam pemilihan saham. Maka dikumpulkanlah berbagai informasi dan dianalisis guna mengurangi ketidakpastian tersebut. Dalam mengumpulkan informasi, menganalisis dan menafsirkan informasi adalah pekerjaan yang akan menentukan berhasil atau tidaknya usaha yang dilakukan. Dalam teori keputusan klasik, seorang individu yang rasional selalu memiliki preferensi yang konsisten bahkan di hadapan situasi yang kompleks. Terkait dengan itu maka makalah ini menyoroti lebih lanjut tentang keberadaan herding mempengaruhi return. Penelitian institutional herding dan risk-return relationship (Teng-Ching Huang, 2015). Ukuran herding institusional yang digunakan adalah perubahan dalam kepemilikan institusional, perubahan positif

menyiratkan herding untuk membeli dan perubahan negatif menyiratkan herding untuk menjual. Bukti empiris dari penelitian tersebut herding institusional pada hubungan risiko-pengembalian, menunjukkan bahwa semakin kuat herding institusional, semakin besar kekuatan penjelas untuk hubungan risiko-pengembalian. Setelah meninjau teori terkait dan penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa herding memiliki pengaruh signifikan terhadap return. Untuk itu, hipotesis kelima dalam penelitian ini menyatakan:

H.5 Herding memiliki pengaruh signifikan terhadap return

Nilai tukar memoderasi pengaruh struktur modal terhadap return saham

Dalam penelitian ini, variabel makro ekonomi yang digunakan adalah nilai tukar, ini didasari dari banyaknya penelitian terdahulu membahas pengaruh nilai tukar terhadap return saham. Nilai tukar digunakan sebagai moderasi dalam penelitian ini, merujuk pada penelitian terdahulu (Mohammad Enamul Hoque, 2017) Studi ini mengkaji ulang perkembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi yang menguji peran moderat dari arus masuk modal asing dan nilai tukar pada hubungan antara pengembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi Malaysia selama 1981-2016. Ringgit Malaysia per dolar AS digunakan sebagai dasar nilai tukar dalam penelitian tersebut. Temuan nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap pertumbuhan ekonomi. Namun, interaksi tiga arah (pasar saham, FCI, dan ER) berpengaruh positif pada pertumbuhan. Ini menyiratkan adanya efek moderasi moderat dari FCI pada hubungan antara pengembangan pasar saham dan pertumbuhan ekonomi. Setelah meninjau penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa nilai tukar fluktuatif memperkuat pengaruh struktur modal terhadap return saham. Untuk itu, hipotesis keenam dalam penelitian ini menyatakan:

H.6. Nilai tukar fluktuatif memperkuat pengaruh struktur modal terhadap return saham

Nilai tukar memoderasi pengaruh herding terhadap return saham

Kajian empiris terkait herding dengan return diantaranya, (Yoshio Iihara, 2001) Studi ini menguji kecenderungan investor individu, institusi dan asing untuk herding di Jepang, di mana perubahan kepemilikan tahunan digunakan sebagai proksi herding investor. Temuan dari penelitian tersebut investor institusional Jepang tampaknya mengikuti strategi perdagangan umpan balik positif, dan return berikutnya menyiratkan bahwa perdagangan para investor ini mengganggu stabilitas harga saham. Penelitian terkait nilai tukar terhadap return yaitu (Saadet Kasman, 2011) menyelidiki efek dari perubahan suku bunga dan nilai tukar mata uang asing pada return saham bank Turki menggunakan model estimasi OLS dan GARCH. Temuan perubahan suku bunga dan nilai tukar memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap return saham bank bersyarat. Setelah meninjau penelitian terdahulu, maka peneliti menyimpulkan bahwa Nilai tukar fluktuatif memperkuat herding terhadap return saham. Untuk itu, hipotesis ketujuh dalam penelitian ini menyatakan:

H.7. Nilai tukar fluktuatif memperkuat pengaruh herding terhadap return

Metodologi Penelitian

Dalam penelitian ini data laporan keuangan perusahaan dikumpulkan untuk setiap saham pembentuk Jakarta Islamic Index (JII) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada frekuensi bulanan yang diperoleh dari BEI dan Yahoo Finance dari periode Desember 2009 – Mei 2010 sampai Juni 2019 – November 2019.

Dalam riset ini mendeteksi herding menggunakan pendekatan (Eric C. Chang a, 2000) mengusulkan penyimpangan absolut cross-sectional (CSAD) dari return. Pendekatan ini dipilih karena dapat mendeteksi herding secara keseluruhan dan data yang diperlukan relatif mudah untuk didapat yaitu hanya menggunakan data return saham. Selanjutnya, disamping metode ini lebih tepat dalam mendeteksi herding pasar juga digunakan secara luas dalam berbagai penelitian. Perhitungan CSAD sebagai berikut:

Persamaan 1.

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

di mana n adalah jumlah perusahaan dalam sampel, R_i, t adalah return perusahaan i pada waktu t , dan $R_{m,t}$ adalah rata-rata cross-sectional dari return pasar pada waktu t . sehingga dalam mencari hubungan non-linear akan di pakai persamaan berikut:

persamaan 2.

$$CSAD_t = \alpha_0 +$$

$$\alpha_1 |R_{m,t}| + \alpha_2 R_{m,t}^2 + e_t$$

di mana estimasi signifikan dan negatif untuk α_2 digunakan sebagai dukungan untuk keberadaan herding. Karena uji herding dalam Persamaan (2) didasarkan pada koefisien istilah nonlinear, maka peneliti fokus pada koefisien herding (α_2) sebagai proksi untuk tingkat herding dalam suatu industri (saham syariah) sehingga semakin tinggi nilai negatif untuk koefisien herding menunjukkan lebih tinggi tingkat herding di industri. Selanjutnya instrumen analisis adalah WarpPLS yang melibatkan model struktural dan variabel moderasi.

Populasi adalah 131 perusahaan pembentuk JII di BEI. Non-probability random sampling digunakan dalam memilih sampel dengan metode pengambilan sampel adalah purposive sampling, kriteria sampel adalah: perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan antara 2010 dan 2019; perusahaan yang menerapkan prinsip-prinsip GCG; laporan keuangan tahunan berkelanjutan. Total sampel adalah 62 perusahaan \times 10 tahun 620 pengamatan. Dalam penelitian ini, GCG diukur berdasarkan empat indikator yaitu proporsi komisaris independen, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik; indikator struktur modal, proxy pengukurannya leverage, debt to equity; mengukur herding menggunakan metode Cross-sectional Standart of Return (CSSD). Untuk faktor-faktor yang mempengaruhi herding, Volume Perdagangan, membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan dengan total saham yang beredar; firm size, menggunakan ukuran perusahaan = Ln (Total Asset); kapitalisasi pasar, diukur dengan logaritma kapitalisasi pasar penutupan dari saham i . Variabel makro ekonomi di proxykan dengan nilai tukar.

Kontribusi Yang Potensial Pada Pengembangan Pengetahuan

Studi ini berbeda sekali dari studi sebelumnya di pasar negara berkembang dalam memberikan kontribusi untuk literatur dari arah baru dalam mengeksplorasi apakah makro ekonomi penting dalam menentukan pengaruh herding investor terhadap return saham. Lebih khusus, menguji interaksi antara herding dan anomali pasar saham syariah dan memberikan bukti tentang apakah efek struktur modal pada return, tata kelola perusahaan yang baik pada return dan efek herding pada return saham disalurkan melalui faktor volume perdagangan, kapitalisasi pasar dan ukuran perusahaan.

REFERENSI

1. Adam Clements, S. H. (2016). An empirical investigation of herding in the U.S. stock market. *Economic Modelling*.
2. Eric C. Chang a, J. W. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking & Finance*, 1651-1679.
3. Fotini Economou, A. K. (2011). Cross-country effects in herding behaviour: Evidence from four south European markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 443-460.
4. Hassan, Z. J. (2015). An examination of herding behavior in Pakistani stock market. *International Journal of Emerging Markets*, 474 - 490.
5. Hsieh, S.-F. (2013). Individual and institutional herding and the impact on stock returns: Evidence from Taiwan stock market. *International Review of Financial Analysis*, 175-188.
6. Lin Tan, T. C. (2008). Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61-77.
7. Meckling, M. C. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-60.
8. Mohammad Enamul Hoque, N. A. (2017). Revisiting stock market development and economic growth nexus: The moderating role of foreign capital inflows and exchange rates. *FINANCIAL ECONOMICS*.
9. Peckham, R. (2013). Economies of contagion: financial crisis and pandemic. *Economy and Society*, 226-248.
10. Rıza Demirel, H. Z. (2018). Do firm characteristics matter in explaining the herding effect on returns. *Financial Economics*, 1-16.
11. Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23-40.
12. Saadet Kasman, G. V. (2011). The impact of interest rate and exchange rate volatility on banks' stock returns and volatility: Evidence from Turkey. *Economic Modelling*, 1328-1334.
13. Salem, R. (2019). Examining the investment behavior of Arab women in the stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 151-160.
14. Spence, M. (1978). JOB MARKET SIGNALING. *Harvard University Press*.
15. Teng-Ching Huang, C.-C. W.-H. (2015). Institutional herding and risk-return relationship. *Journal of Business Research*.
16. Thomas C. Chiang, D. Z. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking & Finance*, 1911-1921.
17. Wei Li, G. R. (2016). Differences in Herding: Individual vs. Institutional Investors.
18. Welch, I. (2004). Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 106-132.
19. Xuan Vinh Vo, D. B. (2019). Herding and equity market liquidity in emerging market. Evidence from Vietnam. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*.
20. Yoshio Ihara, H. K. (2001). Investors' Herding on the Tokyo Stock Exchange. *International Review of Finance*, 71-98.