

PENGARUH KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN PERILAKU *HERDING* SEBAGAI VARIABEL MEDIASI

Muflikhun Annas

E-mail: muflikhun_annas@yahoo.com

ABSTRACT

The main objective of this research is to obtain empirical evidence whether herding behavior exists on buy and sell decisions in Indonesia. This research also tries to give a contribution whether herding behavior could become an intervening variable between corporate finance performance and stock return. The population in this research is companies that listed in Bursa Efek Indonesia (BEI). By a purposive sampling method, 20 companies which publish quarterly financial report from 2004-2007 period were taken as sample. The data were analyzed by two step regression which consists of the effect of the corporate finance performance to herding behavior and then the effect of herding behavior to stock return. Results of this research indicate that follower investors follow the leader investor's stock trading pattern. The results also show that herding behavior could become an intervening variable between corporate finance performance and stock return although the intervening has a weak relationship. This weak relationship occurs because of the corporate finance performance has a direct effect to stock return.

Keyword: herding, corporate finance performance, stock return, follower investor, leader investor

PENDAHULUAN

Investor seringkali membuat keputusan berdasarkan keputusan yang dibuat oleh pihak lain. Hal ini terjadi

karena investor mengalami kesulitan untuk melakukan investasi sendiri pada surat-surat berharga (Pratomo dan Nugroho, 2002). Pembuatan keputusan berdasarkan keputusan yang dibuat oleh pihak lain dapat dikategorikan sebagai perilaku *herding*. Akan tetapi, *herding* juga memiliki risiko tertentu yang dapat menyebabkan investor mengalami rugi dalam investasinya. Perbedaan tujuan investasi antarinvestor dapat menyebabkan investor yang melakukan *herding* mengalami kerugian. Misalnya, investor A adalah investor yang berpengalaman, membuat portofolio dengan memasukkan saham X, Y, dan Z dengan *contrarian investment strategy*, sedangkan investor B dan investor C melakukan *herding* dengan berinvestasi pada saham X, Y, dan Z dengan tujuan mendapatkan *capital gain*. Perbedaan tujuan investasi tersebut membuat investor B dan C tidak akan mendapatkan *capital gain* dalam jangka pendek karena tujuan investor A adalah investasi jangka panjang.

Herding didefinisi sebagai perilaku yang terjadi ketika seseorang atau kelompok investor bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh investor lainnya. *Herding* juga dapat didefinisi sebagai kelompok investor yang saling mengikuti satu sama lain untuk masuk dan keluar dari suatu sekuritas yang sama dalam periode waktu yang sama. Dalam literatur keuangan, *herding* selalu digunakan untuk menjelaskan korelasi dalam perdagangan yang berasal dari interaksi antarinvestor. Hal itu dapat dipahami sebagai cara investor untuk meminta saran dari investor lain yang sukses, karena apabila investor menggunakan informasi/ pengetahuannya sendiri akan mengeluarkan biaya yang lebih tinggi. Konsekuensi

perilaku *herding* ini memunculkan satu grup investor yang melakukan *trading* dengan arah yang sama pada satu periode waktu (Nofsinger dan Sias, 1999). Hal ini sesuai dengan temuan Shleifer dan Summers (1990) yang menduga bahwa investor individual melakukan *herding* dengan mengikuti sinyal yang sama, seperti rekomendasi dari *broker* atau *forecaster* dan penekanan yang lebih besar pada informasi terkini.

Ada empat teori yang menjelaskan mengapa investor institusional berdagang bersama-sama. Pertama, para manajer investasi mungkin mengabaikan informasi pribadinya dan berdagang bersama-sama karena adanya risiko dari tindakan yang berbeda dari manajer investasi lainnya (Scharfestein dan Stein, 1990). Kedua, para manajer investasi mungkin berdagang bersama-sama karena menerima informasi pribadi yang berkaitan dan berasal dari analisis indikator-indikator yang sama (Froot *et al.*, 1992) dan (Hirshleifer *et al.*, 1994). Ketiga, para manajer investasi mungkin menyimpulkan informasi pribadi dari perdagangan sebelumnya yang dilakukan manajer yang berpengalaman dan berdagang dengan tujuan yang sama (Bikhchandani *et al.*, 1992). Keempat, para investor institusional mungkin memiliki keengganan yang sama terhadap saham dengan karakteristik tertentu, seperti saham yang likuiditasnya rendah atau saham yang kurang berisiko (Flkenstein, 1996).

Investor institusional melakukan *herding* karena tertarik pada suatu sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. Setiap sekuritas memiliki karakteristik yang berbeda-beda. Jika investor tertarik pada suatu sekuritas maka investor tersebut akan memiliki sekuritas tersebut dalam jumlah yang besar. Misalnya, pada suatu kuartal investor mempunyai pilihan untuk membeli sekuritas A, B, C, dan E. Investor tersebut ternyata tertarik pada karakteristik sekuritas A, maka pada kuartal yang dimaksud investor akan memiliki sekuritas A dalam jumlah yang banyak. Dengan alasan ini, *herding* dapat dihasilkan dari hubungan *time-series* dan hubungan *cross-sectional* pada aliran dana bersih yang dimiliki oleh investor.

Dalam *herding* ada dua kemungkinan perilaku yang dilakukan oleh investor ketika melakukan investasi, yaitu investor akan menginvestasikan dananya ke dalam portofolionya yang sudah ada, karena mengikuti keinginannya sendiri untuk masuk ke dalam sekuritas yang sama selama kuartal yang

berdekatan ketika aliran dana bersih mereka pada kuartal yang berurutan bernilai positif. Sebaliknya, investor akan menginvestasikan dananya dari portofolionya yang sudah ada dan mengikuti keinginannya sendiri untuk keluar dari sekuritas yang sama selama kuartal yang berdekatan ketika aliran dana bersihnya pada kuartal yang berurutan bernilai negatif.

Herding dapat disebabkan karena motivasi rasional dan irasional dari investor. Salah satu motivasi rasional yang menjadi pertimbangan dalam keputusan investasi adalah kinerja perusahaan. *Company institute* yang melakukan penilaian atas perilaku investor di Amerika, menyebutkan bahwa 75% investor melakukan investasi karena kinerja perusahaan (Pratomo dan Nugraha, 2001). Kinerja perusahaan dapat diketahui melalui laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan karena dalam laporan keuangan terdapat informasi tentang kondisi keuangan dan informasi-informasi yang berkaitan. Tujuan utama diterbitkannya laporan keuangan adalah memberikan informasi yang relevan bagi pihak-pihak di luar perusahaan, yang sangat berguna untuk pengambilan keputusan yang tepat. Agar informasi yang tersaji menjadi lebih bermanfaat dalam pengambilan keputusan, laporan keuangan harus dikonversi menjadi informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan.

Investor mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan. Untuk menarik investor, perusahaan harus mampu menunjukkan kinerjanya. Pengukuran kinerja dapat dilakukan menggunakan rasio keuangan. Analisis rasio keuangan merupakan teknik analisis keuangan yang populer diaplikasikan dalam praktik bisnis. Menurut Paytama (2001), kinerja perusahaan sering diprosikan dengan indikator yaitu perubahan harga saham yang terjadi di bursa dan rasio-rasio keuangan. Meskipun kinerja masa lalu tidak menjamin atau bahkan secara langsung berhubungan dengan kinerja yang akan datang (Carhart, 1997), hal itu tetap digunakan investor sebagai langkah awal dalam proses keputusan investasi.

Peran rasio keuangan dalam memprediksi kondisi distress dilakukan oleh Amilia dan Kristijadi (2003). Dengan menggunakan regresi logit, hasilnya mengindikasikan bahwa rasio keuangan dapat digunakan untuk memprediksi *financial distress*

suatu perusahaan. Di Indonesia, rasio keuangan bermanfaat untuk mengevaluasi kinerja perusahaan yang diatur pemerintah. Berdasar sudut pandang eksternal, rasio keuangan digunakan untuk memutuskan apakah membeli saham perusahaan, memberikan pinjaman berupa kas, atau untuk memprediksi keuangan perusahaan di masa yang akan datang. Investor perlu memiliki sejumlah informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham agar dapat mengambil keputusan tentang saham perusahaan yang layak dipilih. Cates (1998) melihat perlunya informasi yang benar tentang kinerja keuangan perusahaan, manajemen perusahaan, kondisi ekonomi makro, dan informasi relevan lainnya untuk menilai saham akurat. Penelitian Nimas (2000), meneliti pengaruh variabel *profit margin on sales*, *basic earning ratio*, *return on asset*, *return on equity*, *price earning ratio*, dan *market to book value* terhadap harga saham pada perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta (sekarang BEI) selama tahun 1995 dan 1996. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profit margin on sales*, *basic earning ratio*, *return on asset*, *return on equity*, *price earning ratio*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan. Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi, dan sebaliknya sedangkan harga pasar saham adalah harga yang terbentuk di pasar jual beli saham. Menurut Usman (1989), ada banyak faktor yang mempengaruhi harga saham di pasar modal, yaitu faktor psikologis dari penjual/pembelinya, kondisi perusahaan, kebijakan direksi, tingkat suku bunga, harga komoditi, investasi lain, kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, tingkat pendapatan, laju inflasi, dan kondisi pasar. Harga saham dapat naik dan turun tergantung perubahan salah satu faktor atau lebih dari faktor-faktor tersebut.

Dalam kaitannya dengan penelitian ini, peneliti akan menganalisis salah satu faktor yang paling berpengaruh terhadap harga saham, yaitu kondisi perusahaan. Kondisi perusahaan dalam hal ini diartikan sebagai kinerja perusahaan. Ada banyak cara untuk mengukur kinerja suatu perusahaan, antara lain dari segi pemasaran, operasi, sumber daya manusia. Pada penelitian ini, peneliti membatasi masalah yang akan diteliti dari sisi kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah *Return on Equity* (ROE) dan *Earnings Per Share* (EPS).

Kinerja keuangan perusahaan ROE menunjukkan pengembalian atas modal pemegang saham. Semakin besar ROE, menandakan perusahaan semakin baik dalam mensejahterakan para pemegang saham prioritas yang dapat dihasilkan dari setiap lembar saham. EPS menunjukkan besarnya laba dari setiap lembar saham. Rasio keuangan untuk mengukur nilai pasar adalah *Price Earning Ratio* (PER) yang menggambarkan perbandingan harga pasar saham dengan EPS (Purnomo, 1998).

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen. Oleh karena itu, untuk menilai kinerja keuangan suatu perusahaan perlu dilibatkan analisis dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan dan mempertimbangkannya dengan menggunakan ukuran komparatif. Kinerja keuangan adalah penentuan ukuran-ukuran tertentu yang dapat mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Dalam mengukur kinerja keuangan perlu dikaitkan antara organisasi perusahaan dengan pusat pertanggungjawaban. Dalam melihat organisasi perusahaan dapat diketahui besarnya tanggungjawab manajer yang diwujudkan dalam bentuk prestasi kerja keuangan. Analisis rasio keuangan merupakan instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi di masa lalu. Makna dan kegunaan rasio keuangan dalam praktik bisnis pada kenyataannya bersifat subyektif, bergantung pada untuk apa suatu analisis dilakukan dan dalam konteks apa analisis tersebut diaplikasikan (Helfret, 1999).

Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham, memberikan hasil bahwa *Return on Assets* (ROE), *Earnings per Share* (EPS), *Price Earning Ratio* (PER), dan *Dividen Earning Share* (DES) mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan *Dividen Earning Ratio* (DER) cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan

harga saham sebelum dan selama krisis moneter, perubahan kinerja keuangan (ROE, EPS, PER, DER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Menurut Koesno (1990), kinerja keuangan yang dimaksud dapat diukur dengan faktor-faktor: 1) Faktor kekayaan bersih per saham atau *Net Asset per Share* (NAPS) atau biasa disebut *book value per asset*; 2) EPS atau biasa disebut *earnings approach*, yaitu semakin tinggi laba per saham maka mencerminkan kinerja keuangan perusahaan yang semakin baik; 3) Volatilitas saham, yaitu seberapa frekuensi dan volume saham yang diperdagangkan di bursa, semakin tinggi volatilitas menandakan bahwa saham tersebut semakin likuid dan mudah dijual sewaktu-waktu; 4) Faktor-faktor intern, misalnya profitabilitas, tingkat aktivitas dan pertumbuhan, faktor *leverage*, kualitas manajemen, popularitas, merk, ketergantungan pada pihak lain, risiko usaha; dan 5) Faktor-faktor ekstern, misalnya suku bunga deposito sebagai faktor pembanding.

ROE merupakan kemampuan dari ekuitas (modal sendiri) untuk menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham (Bambang Riyanto, 1994). ROE menunjukkan efisiensi suatu perusahaan yang menitikberatkan pada pengamatan seberapa jauh organisasi perusahaan telah menggunakan modal sendiri untuk mendapatkan keuntungan yang layak. Pengertian modal sendiri yang digunakan sebagai pengukur efisiensi adalah jumlah dana yang berasal dari pemilik perusahaan, yang digunakan dalam operasi perusahaan. Hal ini berarti, rentabilitas modal sendiri memberikan ukuran tingkat hasil pengembalian investasi bagi pemegang saham (Hartanto, 1991). Hubungan antara ROE dengan kinerja keuangan perusahaan adalah semakin besar ROE mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memberikan keuntungan bagi pemegang saham, maka saham tersebut diinginkan untuk dibeli. Hal ini menyebabkan permintaan akan saham tersebut meningkat. Dengan demikian, ROE yang diharapkan akan menyebabkan kenaikan harga saham, dan sebaliknya.

EPS merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan per lembar saham bagi pemiliknya (Tandelilin, 2001). Rasio keuangan EPS terbagi dalam tiga kategori (Gaughan,

1999), yaitu 1) *Basic EPS* adalah pengurangan terhadap *primary EPS* yang diakibatkan oleh anggapan bahwa *convertible securities* sudah ditukarkan, atau *options* (hak untuk membeli saham biasa dengan harga yang sudah disetujui) dan *warrant* (surat berharga yang memberi hak pada pemiliknya untuk membeli saham biasa dengan harga tertentu sesuai dengan perjanjian) sudah digunakan atau saham-saham lain sudah dikeluarkan untuk memenuhi persyaratan tertentu; 2) *Primary EPS* adalah jumlah pendapatan yang diperoleh oleh setiap lembar saham biasa yang beredar termasuk saham biasa ekuivalen; dan 3) *Fully Diluted EPS* adalah jumlah pendapatan per lembar yang menunjukkan *maximum dilution* yang akan terjadi dari pertukaran, penggunaan, dan pengeluaran-pengeluaran bersyarat yang secara individual akan mengurangi *earning* dan secara keseluruhan mempunyai akibat *dilutive*. Hubungan EPS dengan kinerja keuangan perusahaan adalah EPS yang tinggi menjadi daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut. Hal ini disebabkan karena kinerja perusahaan baik dan tercermin pada laba setelah pajak yang tinggi, sehingga prospek emiten tersebut baik dan mengakibatkan harga saham tersebut menjadi naik, dan sebaliknya dividen yang dibayarkan akan rendah pula, sehingga investor enggan membeli saham yang dividennya rendah (Weston and Copeland, 1998).

PER menggambarkan ketersediaan investasi membayar suatu jumlah tertentu untuk setiap perolehan laba perusahaan. PER dapat dihitung dengan perbandingan antara harga pasar per lembar saham dan laba bersih per lembar saham (Rangkuti, 2001). PER merupakan indikator yang digunakan untuk menentukan apakah harga saham tertentu dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah. PER akan mempengaruhi harga saham karena apabila PER semakin tinggi, maka semakin besar kemungkinan harga saham dinilai terlalu tinggi, sebaliknya apabila PER semakin rendah, maka semakin besar kemungkinan harga saham dinilai terlalu rendah. Selanjutnya, cepat atau lambat harga saham di pasar modal akan terkoreksi. Bentuk penyesuaiannya adalah apabila penilaian harga saham terlalu tinggi akan mengalami penurunan, sebaliknya apabila harga saham terlalu rendah akan mengalami kenaikan.

Investor akan berupaya untuk memperoleh *return* sebelum pasar bereaksi terhadap informasi baru.

Penilaian harga saham pada penelitian ini juga didasarkan pada *return*. *Return* merupakan penghasilan (*income*) yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. *Return* dapat berupa *return* realisasi yaitu *return* yang telah terjadi atau *return* ekspektasi yaitu *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang. Tiga alasan investor memilih untuk membeli saham tertentu, yaitu 1) *Income*, apabila pertimbangan investor dalam berinvestasi dalam saham adalah mendapatkan pendapatan yang tetap dari hasil investasi pertahunnya, maka investor dapat membeli saham pada perusahaan yang sudah mapan dan memberikan dividen secara reguler; 2) *Growth*, apabila pertimbangan investor adalah untuk jangka panjang dan memberikan hasil yang besar pada masa datang, berinvestasi pada saham perusahaan yang sedang berkembang (biasanya perusahaan teknologi) memberikan keuntungan yang besar, karena kebijakan dari perusahaan yang sedang berkembang biasanya keuntungan perusahaan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan maka perusahaan tidak memberikan dividen bagi investor. Keuntungan bagi investor hanya dari kenaikan harga saham apabila anda menjual saham tersebut; dan 3) *Diversification*, apabila investor membeli saham untuk kepentingan portofolio investor maka investor harus hati-hati dalam melengkapinya. Investor harus memutuskan apakah memerlukan saham untuk pendapatan tetap atau membeli obligasi dengan bunga yang diberikan sebagai pendapatan. Nasihat investasi “*don't put eggs in one basket*” tepat dilakukan dalam proses diversifikasi.

Daya tarik investasi saham adalah dua keuntungan yang diperoleh pemodal dengan membeli saham atau memiliki saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan yang dibagikan setelah adanya persetujuan pemegang saham dan dilakukan setahun sekali. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual yang terjadi. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan di pasar sekunder. Pada umumnya investor jangka pendek mengharapkan keuntungan dari *capital gain*.

Rasio mempunyai hubungan yang erat dengan *return* saham sehingga banyak digunakan oleh investor dalam keputusan berinvestasi saham. Davis (1994)

melakukan penelitian yang menghasilkan bukti bahwa beberapa rasio keuangan sebagai variabel kinerja perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Purnomo (1998), menyelidiki hubungan variabel kinerja keuangan perusahaan dengan menganalisis beberapa rasio keuangan, menemukan bahwa kebanyakan rasio-rasio tersebut, terutama *Earnings Per Share*, memiliki pengaruh yang paling signifikan. Selanjutnya penelitian Asyik (1999) menemukan 12 rasio keuangan yang berhubungan signifikan dengan *return* saham. Hasil dari angka rasio dari laporan keuangan adalah keputusan investor dalam berinvestasi saham.

Herding adalah perilaku individu yang terjadi pada saat individu tersebut mengubah prinsip dan tindakannya agar sesuai dengan prinsip dan tindakan yang dilakukan oleh pihak lain (Shlifer 1995; Trueman 1994; Banerjee 1992; Scharfstein dan Stein 1990). Perilaku *herding* dapat terjadi pada saat seseorang atau kelompok yang harus mengambil keputusan dengan berbagai jenis keterbatasan, misalnya keterbatasan informasi, waktu, dan kemampuan. Trueman (1994) melakukan penelitian mengenai perilaku *herding* pada *earning forecast*, dan hasilnya menunjukkan bahwa setiap peramal laba cenderung melakukan *herding* dalam meramalkan laba perusahaan, tetapi tingkat *herding* setiap peramal laba bervariasi, tergantung pada faktor personal dan lingkungan.

Herding dapat didefinisi sebagai tindakan yang dilakukan seseorang dalam mengambil keputusan yang dipengaruhi oleh tindakan atau keputusan yang telah diambil sebelumnya. Welch (2000) telah melakukan penelitian yang berkaitan dengan hal tersebut dengan obyek penelitiannya adalah para analis sekuritas. Tugas analis sekuritas adalah memberikan rekomendasi kepada klien untuk membeli, menyimpan, atau menjual sekuritas yang dimilikinya. Dalam memberikan rekomendasi tersebut, para analis dipengaruhi oleh pilihan kebijakan atau rekomendasi yang telah diterbitkan sebelumnya dan juga dipengaruhi oleh konsensus yang telah dicapai oleh para analis sekuritas.

Herding juga dapat diartikan sebagai kelompok investor yang saling mengikuti satu sama lain dalam membeli atau menjual saham yang sama dalam periode waktu yang sama. Sias (2004) melakukan penelitian lain untuk meneliti perilaku *herding* yang dilakukan oleh

investor institusional. Dalam penelitian Sias (2004) pengujian *herding* institusional dilakukan dengan menghitung hubungan *cross-sectional* antara permintaan investor institusional pada kuartal yang sedang berjalan dengan permintaan institusional pada kuartal sebelumnya. Hasilnya menunjukkan bahwa permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal ini berhubungan secara positif dengan permintaan investor institusional untuk sekuritas pada kuartal sebelumnya. Dalam hal ini investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk membeli atau menjual suatu sekuritas yang sama (*herding*) dan investor institusional mengikuti pola perdagangan mereka sebelumnya.

Scharfstein dan Stein (1990) melakukan penelitian tentang faktor yang mendorong manajer untuk melakukan *herding* pada saat mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian tersebut menjelaskan bahwa dalam keadaan tertentu, manajer cenderung meniru keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer lain dan mengabaikan informasi yang telah mereka miliki. Jika dipandang dari sisi sosial, perilaku tersebut tidak efisien, tetapi menurut pandangan manajer yang melakukan hal tersebut, perilaku mereka dianggap rasional, karena pertimbangan reputasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Hanafi (2003) membandingkan perilaku *herding* antara investor institusional dengan investor individual dengan menggunakan data Jepang. Penelitian ini menemukan bahwa investor institusional melakukan *herding* lebih besar pada saham kecil. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan oleh investor institusional nampaknya tidak mempunyai efek negatif (*destabilizing*) dalam jangka pendek. Dalam jangka panjang, hasil penelitian Hanafi (2003) menunjukkan pembalikan harga (*reversal*) untuk saham dimana investor institusional melakukan *herding*. Di samping itu, saham yang dilepas investor institusional mempunyai reaksi harga yang negatif, dan tindakan pelepasan tersebut didorong oleh motivasi yang rasional. Perdagangan oleh investor institusional mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap harga, investor institusional nampaknya tidak melakukan perdagangan umpan balik positif.

Penelitian yang dilakukan oleh Choi dan Sias (2008) meneliti tentang perilaku *herding* di antara industri. Hasil penelitian menunjukkan fakta yang kuat

tentang *herding* institusional industri yang dilakukan oleh investor institusional. Hasil empirik menyatakan bahwa ada fakta yang kuat dari *herding* institusional industri. Dalam *herding* industri investor institusional saling mengikuti satu sama lain untuk masuk atau keluar dalam industri yang sama. Hubungan *cross-sectional* antara fraksi pedagang institusional yang melakukan pembelian dalam industri pada kuartal ini dan fraksi pembelian pada kuartal sebelumnya rata-rata 39%. Hasil penelitian juga menyatakan bahwa *herding* institusional industri merupakan hasil dari keputusan manajer (dibandingkan dengan aliran investor pokok) dan mengarahkan bahwa *herding* institusional industri adalah *momentum trading*, lebih banyak dinyatakan pada industri yang lebih kecil, dan *volatile*.

Wermers (1999) melakukan penelitian yang menguji keberadaan *herding* pada transaksi perdagangan yang dilakukan oleh reksa dana. Penelitian ini menganalisis aktivitas perdagangan dari industri reksa dana dari tahun 1975 sampai tahun 1994 untuk menetapkan apakah reksa dana melakukan *herding* ketika memperdagangkan saham dan untuk menginvestigasi apakah perilaku *herding* tersebut berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini menemukan level *herding* yang lebih tinggi pada saham kecil dan pada perdagangan yang dilakukan oleh reksa dana yang sedang berkembang yang ternyata berhubungan dengan strategi perdagangan umpan balik positif.

Puckett dan Yan (2007) melakukan penelitian dengan menggunakan perdagangan dari 776 investor institusional dari tahun 1999 sampai tahun 2004. Penelitian mereka menjelaskan keberadaan *herding* institusional jangka pendek dan pengaruh *herding* tersebut terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut menemukan fakta *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian ini juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian.

Oehler dan Chao (2000) melakukan penelitian

untuk menguji apakah investor institusional saling mengikuti satu sama lain di pasar obligasi. Penelitian ini dilakukan di pasar obligasi Jerman dan menggunakan data dari 57 reksa dana Jerman yang terutama melakukan investasi pada obligasi dengan satuan Deutch Mark (DM) yang mewakili 71% total volume pasar. Hasil penelitian ini mengindikasikan fakta *herding* yang kuat, walaupun lebih lemah dari fakta yang diperoleh dari pasar saham. Analisis yang mendetail menyatakan bahwa tingkat bunga merupakan karakteristik obligasi yang penting untuk reksa dana. Tipe kualitas waktu dan batas waktu pinjaman juga memainkan peranan dalam proses pemilihan obligasi, tetapi hanya untuk ukuran yang kurang luas. Tipe *issuer* terlihat lebih tidak relevan. Nominal tingkat bunga kelihatan lebih penting pada proses pemilihan obligasi. Brown (2007) menguji *herding* pada reksa dana yang dihubungkan dengan rekomendasi analis. Penelitian ini menunjukkan bahwa manager reksa dana mengikuti revisi rekomendasi analis ketika mereka memperdagangkan saham, dan *herding* pada reksa dana yang dimotivasi oleh revisi rekomendasi analis tersebut akan mempengaruhi harga saham. Secara spesifik, *herding* pada reksa dana untuk masuk pada saham-saham terlihat dengan meningkatnya *consensus* analis dan *herding* untuk keluar dari saham-saham terlihat dengan menurunnya *consensus*. Meningkat dan menurunnya *consensus* analis dapat mengontrol sinyal investasi yang biasa mempengaruhi revisi analis dan *herding* pada reksa dana. Penelitian ini menemukan fakta bahwa *herding* reksa dana berdampak pada harga saham dengan tingkat yang besar selama periode sampel (1994-2003). Penelitian juga menemukan hasil bahwa bentuk *herding* pada reksa dana secara jelas mengikuti *consensus* revisi pada rekomendasi analis. Revisi persetujuan rekomendasi positif lebih sering dihasilkan dalam perilaku *herding* pada aktivitas pembelian saham, dan revisi negatif lebih sering dihasilkan dalam perilaku *herding* pada aktivitas penjualan saham.

Brown *et al.* (2006) melakukan penelitian yang mencoba menemukan perilaku *herding* pada keputusan pengungkapan sukarela perusahaan dalam konteks peramalan belanja modal perusahaan dan menginvestigasi dua alasan yang mungkin untuk perilaku ini yaitu pengaruh informasi yang direfleksikan pada keputusan pengungkapan perusahaan di masa lalu atau perhatian manager pada reputasinya. Dengan

menggunakan analisis durasi untuk kejadian yang terjadi berulang-ulang, penelitian menguji waktu peramalan belanja modal untuk sampel yang luas dan menemukan perusahaan yang melakukan pengungkapan atau yang tidak melakukan pengungkapan. Penelitian ini memprediksi dan menemukan bahwa kecenderungan mengeluarkan ramalan belanja modal berhubungan positif dengan proposi pengungkapan perusahaan periode sebelumnya dalam industri yang sama. Dengan demikian memberikan fakta perilaku *herding*. Penelitian juga menemukan bahwa hubungan positif ini berlaku untuk perusahaan dengan konsentrasi yang tinggi pada industri dan perusahaan dengan *barriers to entry* yang rendah. Temuan ini menyatakan bahwa perusahaan yang memandang kompetisi industri yang tinggi memiliki dorongan yang kuat untuk melakukan *herding*. Penelitian ini juga menemukan bahwa manager dengan reputasi yang kurang bagus menunjukkan kecenderungan untuk melakukan *herding* pada keputusan pengungkapannya. Penelitian juga menyimpulkan bahwa faktor informasional dan faktor reputasional merupakan gabungan sumber yang signifikan dari *herding* dalam keputusan pengungkapan sukarela.

Beberapa fakta empiris dilaporkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) yang menguji dana pensiun dan menemukan fakta lemah bahwa manager dana pensiun tertarik untuk melakukan perdagangan umpan balik positif atau melakukan *herding*, dengan fakta yang agak kuat pada saham-saham kecil. Fakta lainnya juga dilaporkan oleh Grinblatt *et al.* (1995) dan Wermers (1997), yang melakukan pengujian pada reksa dana dan menemukan hasil bahwa mayoritas reksa dana menggunakan strategi perdagangan umpan balik positif untuk memilih saham.

Graham (1998) menguji kecenderungan bagi analis yang mempublikasikan *newsletter* investasi. Analisis tersebut kemungkinan besar melakukan *herding* pada rekomendasi yang diberikan karena beberapa alasan, yaitu jika reputasinya tinggi, kemampuannya rendah, atau jika korelasi sinyalnya tinggi. Bagi analis yang menganggap reputasi adalah hal yang penting, maka selalu akan mempertimbangkan faktor reputasi dalam mengeluarkan rekomendasi investasi. Jika merasa reputasinya tinggi, maka analis akan memberikan rekomendasi investasi yang sesuai dengan

rekomendasi yang telah diberikan pada periode sebelumnya, atau akan memberikan rekomendasi sesuai dengan rekomendasi yang diberikan oleh analis lain yang mempunyai reputasi yang sama. Jika kemampuannya rendah maka analis akan mengeluarkan rekomendasi investasi dengan mempertimbangkan rekomendasi dari analis lain yang menurutnya mempunyai kemampuan yang lebih baik. Pada saat membuat rekomendasi investasi tentu saja masing-masing analis memperoleh banyak informasi tentang perusahaan yang akan dianalisis. Jika masing-masing investor memperoleh informasi yang sama maka dapat dikatakan bahwa korelasi sinyalnya tinggi, maka akan saling mengikuti satu sama lain dalam memberikan rekomendasi investasi kepada kliennya.

Patel *et al.* (1991) melakukan penelitian terhadap perilaku individu dalam mengambil keputusan untuk membeli saham di pasar modal. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa para pelaku pasar modal bertindak secara berkelompok atau bertindak berdasarkan tindakan yang dilakukan oleh orang lain (*herding*). Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian ini mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa perdagangan umpan balik positif lebih banyak dilakukan oleh investor institusional daripada investor individual, atau *herding* yang dilakukan oleh investor institusional lebih mempengaruhi harga saham daripada *herding* yang dilakukan oleh investor individual.

Fakta tentang *herding* juga terlihat dari penelitian yang dilakukan oleh Klemkosky (1977), Kraus dan Stoll (1972), dan Friend *et al.* (1970) yang menganalisis saham yang memiliki ketidakseimbangan perdagangan yang terbesar di antara investasi perusahaan (terutama reksa dana) dalam setiap kuartal selama periode 1963-1972. Hasil penelitiannya memperlihatkan bahwa beberapa reksa dana akan mengikuti reksa dana lainnya yang menjadi *leader* dalam transaksi pembelian yang dilakukan. Hal tersebut ditunjukkan dari ketidakseimbangan pembelian yang besar (yaitu jumlah dolar pembelian yang melebihi jumlah dolar penjualan reksa dana).

Kraus dan Stoll (1972), mempelajari perdagangan bulanan untuk 229 reksa dana atau *bank*

trust selama bulan Januari 1968 sampai September 1969 untuk menentukan kecenderungan institusi tersebut melakukan *herding* pada transaksi perdagangannya. Hasilnya diperoleh hasil bahwa ketidakseimbangan dalam jumlah dolar yang sangat dramatis antara pembelian dan penjualan saham secara rata-rata, tetapi ketidakseimbangan itu muncul bukan karena pola perdagangan paralel yang dilakukan dengan tidak sengaja. Friend *et al.* (1970) melakukan penelitian klasik dan menemukan kecenderungan yang signifikan untuk kelompok-kelompok reksa dana yang mengikuti pilihan investasinya berdasarkan investasi dari reksa dana sebelumnya yang telah berhasil (yang dikenal dengan sebutan *follow-the-leader behavior* selama satu kuartal pada tahun 1968).

Di Indonesia, penelitian mengenai *herding* dilakukan oleh Rudhiningtyas (2003) yang meneliti perilaku *herding* pada keputusan pendanaan perusahaan. Dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang sudah *go public*, ada 93 perusahaan yang memenuhi kriteria. Perusahaan dikategorikan menjadi dua yaitu perusahaan *leader* dan perusahaan *follower*. Perusahaan *leader* adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 pada periode bulan Februari 1997 sampai Juli 2001. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa data keuangan perusahaan dari tahun 1997 sampai tahun 2000 dan diambil dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1999-2001, khususnya data mengenai total utang perusahaan, total aset, saldo ekuitas, nilai pasar utang jangka panjang, dan ekuitas perusahaan sebagai elemen struktur modal. Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung berperilaku *herding* pada saat mengambil keputusan mengenai struktur modal. Simpulannya perusahaan *follower* telah melakukan tindakan yang tidak rasional dalam memutuskan struktur modalnya (Scharfestin dan Stein, 1990). Perusahaan *follower* cenderung mengabaikan hasil analisa struktur modal tahun-tahun sebelumnya dan lebih mementingkan hasil analisa struktur modal perusahaan yang tergolong *leader*. Hal tersebut diperkuat dengan hasil pengujian regresi ketiga dan keenam, yang menguji pengaruh informasi struktur modal perusahaan *follower* pada tahun-tahun sebelumnya terhadap keputusan struktur modal tahun 2000. Hasil pengujian menunjukkan bahwa informasi

masa lalu tidak berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal tahun 2000.

Penelitian ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian lebih lanjut temuan-temuan empiris mengenai perilaku *herding* investor dalam transaksi saham. Penelitian ini didasarkan pada penelitian Sias (2004) yang meneliti tentang perilaku *herding* pada institusi yang menerbitkan saham. Penelitian ini hampir sama dengan penelitian Sias. Perbedaan penelitian ini dengan yang dilakukan Sias (2004) adalah 1) Untuk mendeteksi adanya perilaku *herding*, penelitian ini tetap menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004); 2) Penelitian ini menggunakan data kepemilikan ekuitas saham di Indonesia; dan 3) Penggunaan variabel kinerja keuangan perusahaan untuk menguji pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham dan pengaruhnya terhadap perilaku *herding*.

Secara umum, penelitian ini dilakukan untuk menjelaskan fenomena yang terjadi dalam bidang manajemen keuangan, sehingga dapat memperluas domain ilmu akuntansi keperilakuan. Sesuai dengan permasalahan yang akan diteliti, maka tujuan penelitian adalah untuk 1) Memberikan temuan empiris tentang keberadaan perilaku *herding* pada transaksi perdagangan saham di Indonesia; 2) Menguji apakah perilaku *herding* berpengaruh pada *return* saham; 3) Menguji apakah kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap perilaku *herding*; 4) Menguji apakah kinerja keuangan berpengaruh pada *return* saham; dan 5) Mengetahui apakah perilaku *herding* mediasi pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham.

Investor biasanya mempertimbangkan berinvestasi pada saham berdasarkan pada kinerja keuangan masa lalu dengan melakukan analisis pada laporan keuangan. Pada umumnya investor akan memilih saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dalam keputusan investasinya agar terhindar dari risiko rugi (Pratomo dan Nugraha, 2001). Hal tersebut didukung dengan tipe investor di Indonesia yang cenderung *risk averse* sehingga lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang tidak terlalu *volatile*. Xi Li (2002), menemukan bahwa analis (investor) yang mempunyai reputasi bagus lebih konservatif dalam memilih rekomendasi dalam portofolionya berdasarkan kinerja dan tidak menyimpang dari

rekomendasi portofolio analis (investor) lain yang sejenis. Kinerja keuangan perusahaan yang baik merupakan salah satu alasan yang rasional bagi investor untuk melakukan *herding*. Investor yang rasional akan berinvestasi lebih banyak pada saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dengan mendasarkan *rational decision making*. Semakin baik kinerja keuangan suatu perusahaan maka semakin banyak investor yang melakukan *herding* pada saham perusahaan tersebut. Berdasar uraian tersebut, disusun hipotesis berikut:

H1: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku *herding*.

Perilaku *herding* dapat terjadi karena investor mungkin menyimpulkan informasi pribadi dari perdagangan sebelumnya yang dilakukan manajer yang berpengalaman dan berdagang dengan tujuan yang sama (Bikhchandani, Hirsleifer, dan Welch, 1992). Perilaku *herding* ini berdampak pada naik turunnya harga saham. Sesuai dengan hasil penelitian Puckett dan Yan (2005), bahwa *herding* secara signifikan berpengaruh pada harga saham. Hasil penelitian menunjukkan fakta bahwa *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian. Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Berdasarkan uraian tersebut, disusun hipotesis berikut:

H2: Perilaku *herding* berpengaruh pada *return* saham.

Harga saham memberikan ukuran obyektif tentang nilai investasi pada perusahaan. Oleh karena itu, harga saham memberikan indikasi perubahan harapan sebagai akibat perubahan kinerja keuangan perusahaan. Untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan digunakan rasio EPS, ROE, dan PER karena rasio tersebut mempunyai hubungan yang erat dengan

return saham sehingga banyak digunakan oleh investor dalam keputusan berinvestasi saham. Pada akhirnya variasi harga saham pada waktu tertentu memberikan sebuah indikasi perubahan kinerja keuangan perusahaan. Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham, memberikan hasil bahwa ROE, EPS, PER, dan DPS mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan DER cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham sebelum dan selama krisis moneter, perubahan kinerja keuangan (DER, ROE, EPS, PER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Syamsul (1996) melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *basic earning ratio*, *P/E ratio* dan *market to book ratio* terhadap perubahan harga saham perusahaan *go public* di BEI selama 1993 dan 1994 dengan hasil hanya variabel *market to book ratio* dan *return on equity* saja yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Berdasar uraian tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

H3: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus, umumnya akan diminati oleh banyak investor. Ketertarikan investor pada perusahaan yang memiliki kinerja keuangan bagus terlihat pada keputusan menjual dan membeli saham perusahaan tersebut. Hal tersebut akan merangsang investor lain untuk membeli atau menjual saham yang sama dengan saham yang dibeli atau dijual investor sebelumnya. Keputusan jual dan beli secara bersama-sama merupakan indikasi terjadinya perilaku *herding* (Sias, 2004). Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga *return* yang diterima investor juga akan mengalami perubahan. Dengan demikian, terdapat hubungan antara secara tidak langsung antara kinerja keuangan perusahaan dengan *return* dengan dimediasi perilaku *herding*. Berdasarkan uraian tersebut, disusun hipotesis sebagai berikut:

H4: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham dengan dimediasi oleh

perilaku *herding*.

Populasi penelitian ini adalah seluruh saham perusahaan yang terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK). Sampel yang digunakan dalam penelitian dipilih dengan metode *purposive sampling*. Dengan metode tersebut, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan. Sampel dipilih atas dasar kriteria sebagai berikut: 1) Saham perusahaan terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK); 2) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan yang masih tetap beroperasi dari tahun 2004 hingga 2007; 3) Institusi menerbitkan laporan keuangan kuartalan untuk periode tahun 2004 sampai dengan 2007; dan 4) Perusahaan yang digunakan sebagai sampel memiliki data saham perusahaan periode tahun 2004 sampai dengan 2007. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder.

Data sekunder dalam penelitian berasal dari dua sumber, yaitu data kepemilikan ekuitas yang berasal dari transaksi perdagangan saham yang diperoleh dari pusat informasi saham Badan Pengawas Pasar Modal Lembaga Keuangan Indonesia (BAPEPAM-LK), *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), dan data mengenai ukuran saham/perusahaan diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange*. Peneliti menggunakan data *return* harian dan laporan keuangan perusahaan dari tahun 2004 hingga 2007, data laporan keuangan, data rasio keuangan ROE, EPS, dan PER emiten.

Untuk setiap saham dan kuartal, investor didefinisikan sebagai *buyer* jika kepemilikan sahamnya bertambah dan jika kepemilikan sahamnya mengalami penurunan maka didefinisikan sebagai *seller*; misalnya investor yang semula memegang kepemilikan saham PT A sebesar 1% berubah menjadi 2% pada kuartal berikutnya maka akan didefinisikan sebagai *buyer*. Dalam penelitian ini, investor yang dikategorikan menjadi *leader* (perusahaan yang akan diikuti oleh investor lainnya) adalah institusi yang memiliki kepemilikan saham paling besar, misalnya pada kuartal pertama tahun 2004, saham Bank MEGA dimiliki oleh PT Para Global Investindo sebesar 64,52%, sedangkan investor yang dikategorikan sebagai *follower* adalah investor publik yang terdiri dari berbagai investor individu dan institusional.

Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *herding* dilakukan sebagai berikut, yaitu setelah laporan keuangan perusahaan terkumpul maka dihitung kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio EPS, ROE, dan PER. Sebelum dilakukan regresi, variabel kinerja perusahaan akan dikurangi agar variabel-variabel yang berkorelasi dapat diringkas menjadi komponen yang lebih sedikit dengan menggunakan analisis faktor. Dalam suatu penelitian mungkin terdapat banyak variabel yang saling berkorelasi sehingga memungkinkan pengurangan jumlah variabel penelitian. Hubungan di antara banyak variabel yang saling berkorelasi dapat diuji dan disajikan dalam sejumlah faktor yang mendasari korelasi tersebut. Analisis faktor merupakan suatu teknik interdependensi sehingga tidak ada variabel independen maupun variabel dependen dalam analisis. Oleh karena itu, analisis faktor menguji semua hubungan interdependensi yang ada dalam seluruh variabel yang diteliti. Rasio ROE, PER, dan EPS yang telah diubah menjadi komponen faktor tersebut kemudian akan diregresikan dengan perilaku *herding* dengan persamaan berikut: $herding = \beta_0 + \beta_1 \text{kinerja keuangan perusahaan} + \varepsilon$

Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha < 0,05$ atau $\alpha < 0,10$ maka variabel independen (X) yang terdiri atas EPS, ROE, dan PER (kinerja perusahaan) memiliki pengaruh terhadap perilaku *herding*.

Prosedur pengujian pengaruh perilaku *herding* terhadap *return* saham dilakukan sebagai berikut, setelah *herding* dihitung pada pengujian tersebut, maka diuji apakah keputusan jual beli saham investor *follower* yang melakukan *herding* terhadap keputusan jual beli saham investor *leader* berpengaruh terhadap *return* saham. *Return* dihitung secara harian kemudian dirata-rata setiap tahun. Persamaan regresi disusun sebagai berikut: $Return\ Saham = \mu_0 + \mu_1 \text{herding} + \varepsilon$

Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha < 0,05$ atau $\alpha < 0,10$ maka perilaku *herding* investor *follower* berpengaruh terhadap *return* saham. Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham dilakukan sebagai berikut, kinerja perusahaan telah diubah menjadi komponen faktor. Pengaruh kinerja keuangan terhadap *return* saham disusun dalam persamaan regresi sebagai

berikut: $Return\ Saham = \mu + \mu \text{kinerja perusahaan} + \mu$
Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha < 0,05$ atau $\alpha < 0,10$ maka kinerja perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Prosedur pengujian pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap perilaku *herding* dengan kepemilikan saham sebagai variabel mediasi dilakukan sebagai berikut, pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham dengan perilaku *herding* sebagai variabel mediasi diuji dengan persamaan regresi sebagai berikut: $Return\ Saham = y + y_1 \text{kinerja keuangan} + y_2 \text{perilaku herding} + \varepsilon$
Apabila kinerja keuangan berpengaruh terhadap perilaku *herding* yang dilakukan investor dan perilaku *herding* yang dilakukan investor berpengaruh terhadap *return* saham, maka artinya kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham dengan perilaku *herding* sebagai variabel mediasi. Apabila hasil regresi menunjukkan tingkat signifikansi $\alpha < 0,05$ atau $\alpha < 0,10$ maka variabel perilaku *herding* dapat menjadi mediasi hubungan antara variabel kinerja keuangan dan *return* saham.

Statistik deskriptif dilakukan dengan tujuan untuk mengenali pola sejumlah data, merangkum informasi dalam data tersebut, dan menyajikan informasi tersebut dalam bentuk yang diinginkan seperti seperti: rata-rata, standar deviasi, maksimum, dan minimum. Semakin besar standar deviasi dan varians berarti menunjukkan data semakin bervariasi. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode regresi berganda karena dimaksudkan untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen dan variabel dependennya. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari tiga variabel, yaitu variabel *return* sebagai variabel dependen, variabel kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen, serta variabel *herding* sebagai variabel mediasi. Oleh karena dalam penelitian ini terdapat tiga variabel yang terpisah, maka dilakukan lima pengujian yang terpisah, yaitu 1) Penelitian untuk menguji keberadaan perilaku *herding* antara variabel independen keputusan jual beli saham investor *leader* terhadap variabel dependen keputusan jual beli saham investor *follower*; 2) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan terhadap variabel dependen *return* saham; 3) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel

independen perilaku *herding* terhadap variabel dependen *return* saham; 4) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan terhadap variabel dependen perilaku *herding*; dan 5) Penelitian untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel independen kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* terhadap *return* saham. Untuk mengetahui kelayakan data, maka sebelum digunakan dalam regresi berganda dilakukan terlebih dahulu pengujian asumsi klasik, meliputi asumsi heteroskedastisitas, autokorelasi, multikolinearitas, dan normalitas.

HASIL PENELITIAN

Penelitian ini didasarkan pada data yang tersedia di BEI periode 2004, 2005, 2006, dan 2007. Berdasarkan pemilihan sampel yang dilakukan dengan *purposive*

sampling, diperoleh sampel sebanyak 55 perusahaan dari berbagai jenis bidang usaha yang akan dimasukkan dalam analisis. Di antara 55 sampel tersebut, terdapat 31 perusahaan yang tidak memenuhi kriteria. Hal ini disebabkan karena laporan keuangan kuartalan tidak lengkap, tidak terdapat data *return*, atau data kinerja keuangan tidak terdapat di *Indonesia Capital Market Index*. Tiga puluh satu perusahaan ini kemudian dikeluarkan dari analisis sehingga jumlah sampel yang dianalisis menjadi 24 perusahaan. Data akhir yang diperoleh merupakan data awal yang dikurangi dengan data yang tidak lengkap dan *outliers*. Setelah mengurangi data yang tidak lengkap dan *outliers*, maka diperoleh data akhir masing-masing sebanyak 20 perusahaan untuk menguji hipotesis. Setiap perusahaan terdiri dari empat observasi, yaitu data perusahaan tahun 2004-2007 sehingga sampel yang digunakan berjumlah 80 unit.

Tabel 1
Data Perolehan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan Triwulanan di BEI	90
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan triwulanan dari tahun 2004-2007	55
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2004-2007, tersedia data <i>return</i> perusahaan, dan data ROE, PER, dan EPS tahun 2004-2007	24
Sampel yang telah dikurangi <i>outlier</i>	20

Sumber: Hasil penelitian.

Tabel 2
Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.055	.137		.403	.688
	Kinerja	.192	.108	.198	1.779	.079

a. *Dependent Variable*: Herd

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

Pengujian hipotesis pertama (Tabel 2) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *herding* dengan kinerja keuangan perusahaan sebagai variabel independen. Hasil uji t hipotesis pertama menunjukkan variabel kinerja keuangan perusahaan mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,10. Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,779 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada *alpha* 10%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap perilaku *herding* investor dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,10.

Pengujian hipotesis kedua (Tabel 3) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* saham dengan variabel independen perilaku *herding*. Variabel *herding* mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,10. Nilai t hitung *herding*

adalah 1,778 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada *alpha* 10%, menunjukkan bahwa *herding* yang dilakukan investor *follower* berpengaruh positif pada *return* saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,10.

Pengujian hipotesis ketiga (Tabel 4) dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* saham dengan variabel independen kinerja keuangan perusahaan. Variabel kinerja keuangan perusahaan mempunyai nilai t-hitung yang tingkat signifikansinya sama dengan 0,05. Untuk nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,995 lebih besar dari t tabel sebesar 1,960 pada *alpha* 5%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada *return* saham perusahaan tersebut.

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.002261	.000196		11.509	.000
	Herd	.000323	.000181	.198425	1.788	.078

a. *Dependent Variable: Return*

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

Tabel 4
Hasil Pengujian Hipotesis Ketiga

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.0023	.000198		11.677	.000
	Kinerja	.000486	.000244	.220	1.995	.050

a. *Dependent Variable: Return*

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

Uji F (Tabel 5) dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen dalam model mempengaruhi secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis keempat dilakukan dengan meregresikan variabel dependen, yaitu *return* dengan kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* sebagai variabel independen. Variabel kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* mempunyai nilai F-hitung yang tingkat signifikansinya kurang dari 0,05. Nilai F hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 4,671 lebih besar dari F tabel sebesar 1,96 pada *alpha* 5%, menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan perilaku *herding* berpengaruh positif terhadap perilaku *return* saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05. Hasil uji asumsi klasik secara keseluruhan ditunjukkan pada Tabel 6. Berdasarkan Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa Uji Asumsi Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi dari seluruh hipotesis memenuhi persyaratan Uji Asumsi Klasik, sedangkan pada Uji Asumsi Normalitas hanya sebagian saja yang memenuhi persyaratan Uji Asumsi Klasik. Ketidaknormalan data yang terjadi pada pengujian hipotesis empat yang mungkin disebabkan karena variabel yang dibandingkan mempunyai ukuran yang berbeda.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 2), diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut: $Herd = 0,055 + 0,192 \text{ Kinerja} + \epsilon$. Koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0.192. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan yang tinggi akan direspon investor *follower* dengan melakukan *herding* investasi saham pada perusahaan tersebut. Pada umumnya investor akan memilih saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang bagus dalam keputusan investasinya (Pratomo dan Nugraha, 2001) agar terhindar dari risiko rugi. Hasil hipotesis ini mendukung penelitian Xi Li (2002), yang menemukan bahwa analis (investor) yang mempunyai reputasi bagus lebih konservatif dalam memilih rekomendasi dalam portofolionya berdasarkan kinerja dan tidak menyimpang dari rekomendasi portofolio analis (investor) lain yang sejenis. Dalam hal ini, investor akan melakukan *herding* berdasarkan pertimbangan investor lain yang sejenis dengan melihat aspek kinerja keuangan perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 3), diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini

Tabel 5
Hasil Pengujian Hipotesis Keempat

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	F	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0.00232	0.000195		11.89817	4.02E-19
Herd	0.00032	0.000178	0.196	1.80197	0.075463
Kinerja	0.000482	0.000241	0.218	2.005165	0.04846

a. *Dependent Variable: Return*

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

Tabel 6
Rangkuman Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik	Indikator	RAW1	RAW2	Kinerja	Return Herd	Return	Kinerja	Herd
Multikolinearitas	VIF	1,000		1,000		1,000		1,000
Heteroskedastisitas	White	0,873		0,143		0,295		0,66
Autokorelasi	D-W	1,994		1,500		1,500		1,500
Normalitas	K-S	0,13		0,10		0,215		0,000

Sumber: Hasil penelitian, data diolah.

sebagai berikut: $Return\ Saham = 0,002261 + 0,000323\ herding + \hat{\alpha}$. Koefisien regresi *herding* menunjukkan nilai sebesar 0,000323. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan investor *follower* yang melakukan *herding* aksi menjual saham dapat menyebabkan *return* mengalami penurunan. Sebaliknya, apabila investor *follower* yang melakukan *herding* aksi membeli saham dapat menyebabkan *return* mengalami kenaikan. Hasil pada pengujian hipotesis 2 mendukung penelitian yang dilakukan oleh Nofsinger dan Sias (1998) serta Puckett dan Yan (2007). Nofsinger dan Sias (1998) membandingkan pola perdagangan investor institusional dan investor individual. Penelitian ini mendokumentasi korelasi positif yang kuat antara perubahan kepemilikan institusional dan *return* yang diukur pada periode waktu yang sama. Puckett dan Yan (2007) yang melakukan penelitian dengan menggunakan perdagangan dari 776 investor institusional dari tahun 1999 sampai tahun 2004.

Penelitiannya menjelaskan keberadaan *herding* institusional jangka pendek dan pengaruh *herding* tersebut terhadap harga saham. Hasil penelitian tersebut menemukan fakta *herding* dalam frekuensi mingguan dengan menggunakan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Lakonishok *et al.* (1992) dan ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004). Penelitian menyimpulkan bahwa *herding* dalam jangka waktu mingguan mempengaruhi efisiensi harga sekuritas secara signifikan. Penelitian ini juga menghasilkan fakta yang kuat dari pembalikan *return* (*return reversals*) dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas penjualan, dan fakta yang lemah dari *return continuations* dengan adanya *herding* jangka pendek pada aktivitas pembelian.

Berdasarkan hasil analisis regresi (Tabel 4), diperoleh persamaan regresi penelitian ini sebagai berikut: $Return\ Saham = 0,0023 + 0,000486\ kinerja\ perusahaan + \hat{\alpha}$. Koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0,000486. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini berarti jika kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan maka harga saham perusahaan tersebut juga mengalami kenaikan sehingga *return* yang diterima investor juga mengalami kenaikan. Sebaliknya, jika kinerja keuangan perusahaan mengalami penurunan maka harga saham perusahaan juga akan mengalami penurunan sehingga *return* yang diterima investor juga mengalami penurunan. Dengan demikian, hipotesis kedua yang menguji tentang pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* saham perusahaan terbukti.

Hasil pada pengujian hipotesis 3 mendukung penelitian yang dilakukan oleh Purnomo (1998), dalam penelitiannya tentang keterkaitan kinerja keuangan dengan harga saham. Hasilnya adalah ROE, EPS, PER, dan DPS mempunyai hubungan positif dengan harga saham, sedangkan DER cenderung tidak dapat digunakan dalam menentukan proyeksi harga saham. Kusumawardani (2000), dalam penelitiannya tentang hubungan antara kinerja keuangan dengan perubahan harga saham sebelum dan selama krisis moneter. Perubahan kinerja keuangan (ROE, EPS, PER, DER, dan DPS) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham. Syamsul (1996) juga melakukan penelitian untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel *profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *basic earning ratio*, *P/E ratio* dan *market to book ratio* terhadap perubahan harga saham perusahaan *go public* di BEI selama 1993 dan 1994. Hasilnya menunjukkan bahwa hanya variabel

market to book ratio saja yang berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga saham.

Berdasarkan Tabel 5, tampak koefisien regresi *herding* sebesar 0,000323 dan koefisien regresi kinerja menunjukkan nilai sebesar 0,000482. Tanda koefisien regresi ini adalah positif. Ini mengindikasikan bahwa kinerja dan *herding* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sesuai dengan hipotesis keempat, jika kinerja keuangan perusahaan baik maka investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal tersebut mendorong investor-investor lain untuk berinvestasi pada saham yang sama. Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-

sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan dan *return* yang diterima investor juga akan mengalami perubahan. Dengan demikian, variabel *herding* mampu menjadi variabel mediasi hubungan antara kinerja perusahaan dan *return* saham. Berdasarkan hasil analisis regresi tersebut, maka diperoleh persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut: $Return = 0,00232 + 0,000482 \text{ kinerja} + 0,00032 \text{ herd} + \hat{\epsilon}$

Setelah membahas hasil pengujian hipotesis, berikut (Tabel 7) disajikan hasil regresi antarvariabel yang telah digabungkan ke dalam model penelitian.

Tabel 7
Rangkuman Hasil Penelitian

Hipotesis	Alat Uji	Hasil Analisis Data	Simpulan
H1: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku <i>herding</i> .	Regresi	Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,779 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada <i>alpha</i> 10% dan memiliki signifikansi 0,079	H1 diterima. Kinerja Keuangan perusahaan berpengaruh positif terhadap perilaku <i>herding</i> investor.
H2: Perilaku <i>herding</i> berpengaruh pada <i>return</i> saham.	Regresi	Nilai t hitung <i>herding</i> adalah 1,778 lebih besar dari t tabel sebesar 1,69 pada <i>alpha</i> 10% dan memiliki signifikansi 0,078	H2 diterima. <i>Herding</i> yang dilakukan investor <i>follower</i> berpengaruh positif pada <i>return</i> saham.
H3: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham.	Regresi	Nilai t hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 1,995 lebih besar dari t tabel sebesar 1,96 pada <i>alpha</i> 5% dan Memiliki signifikansi 0,050	H3 diterima. Kinerja Keuangan perusahaan berpengaruh positif pada <i>return</i> saham perusahaan tersebut.
H4: Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap <i>return</i> saham dengan dimediasi oleh Perilaku <i>herding</i> .	Regresi	Nilai F hitung kinerja keuangan perusahaan adalah 4,671 dan signifikan pada 0,30	H4 diterima. Kinerja Keuangan dan perilaku <i>herding</i> berpengaruh positif terhadap perilaku <i>return</i> saham sehingga perilaku <i>herding</i> dapat dijadikan sebagai variabel mediasi.

SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN PENELITIAN, DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan sebelumnya, maka ada beberapa simpulan yang dapat ditarik, yaitu: 1) Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh positif pada perilaku *herding* investor. Hal tersebut ditunjukkan dengan koefisien regresi kinerja yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor cenderung melakukan *herding* posisi beli pada perusahaan yang mempunyai kinerja keuangan baik. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis keempat bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh pada perilaku *herding* investor; 2) Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh perilaku *herding* terhadap *return* saham menunjukkan koefisien regresi yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan semakin banyak investor melakukan *herding*, maka akan mengakibatkan *return* saham mengalami kenaikan atau penurunan, tergantung pada *herding* pada posisi beli atau posisi jual. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis ketiga bahwa perilaku *herding* investor berpengaruh terhadap *return* saham; 3) Hasil analisis regresi yang menguji pengaruh kinerja keuangan perusahaan terhadap *return* menunjukkan koefisien regresi yang positif signifikan. Hasil ini mengindikasikan semakin baik kinerja keuangan perusahaan maka *return* perusahaan tersebut juga mengalami kenaikan. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis kedua bahwa kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham; dan 4) Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan dan perilaku *herding* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hal tersebut ditunjukkan dengan koefisien regresi yang positif signifikan. Hal ini menandakan jika kinerja keuangan perusahaan baik maka investor akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal tersebut mendorong investor-investor lain untuk berinvestasi pada saham yang sama. Perilaku investor dalam membeli atau menjual saham secara bersama-sama akan mempengaruhi harga saham perusahaan sehingga harga saham mengalami kenaikan dan *return*

yang diterima investor juga akan mengalami perubahan.

Implikasi Hasil Penelitian

Implikasi hasil penelitian ini memberikan kontribusi yang penting bagi perusahaan dan investor. Adanya perilaku *herding* yang dilakukan manajer-manajer di Indonesia maupun di negara lain memerlukan pertimbangan dan kecermatan investor dan perusahaan. Akan tetapi dalam praktiknya, pola pengambilan keputusan dipengaruhi oleh aspek psikologi para pengambil keputusan, yang dapat membentuk perilaku tertentu. Perilaku yang ditimbulkan dapat positif dan negatif.

Perilaku positif terjadi apabila dalam mengambil keputusan, investor benar-benar berperan sebagai *in-formations filter* (investor benar-benar bersikap rasional), sehingga dalam mengambil keputusan untuk bersaing dengan perusahaan lain, sebaiknya tidak hanya mempertimbangkan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor lain melainkan harus ada pertimbangan rasional dalam melakukan *herding*. Pertimbangan rasional tersebut adalah dengan melihat kinerja keuangan perusahaan dan *return* perusahaan tahun-tahun sebelumnya. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan. Perusahaan yang berkembang berarti sahamnya bernilai tinggi dan sebaliknya. Dua hal tersebut dapat menjadi input bagi investor baik institusional maupun individu untuk pengambilan keputusan investasi, sedangkan perilaku negatif dapat terjadi apabila informasi yang didapat investor tersebut diabaikan, sehingga keputusan investasi yang diambil tidak memiliki dasar yang kuat dan hanya sekedar meniru keputusan investor lain. Oleh karena itu, investor perlu mempertimbangkan keputusannya untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan agar mengurangi risiko dan ketidakpastian. Investor perlu mengetahui perilaku manajer dan kinerja perusahaan karena saat kondisi buruk manajer ingin terlihat bahwa kerjanya bagus.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang kemungkinan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Oleh karena itu, masih perlu dikembangkan lagi pada penelitian berikutnya. Adapun keterbatasan penelitian ini adalah 1) Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui

apakah terdapat perilaku *herding* pada investasi saham di Indonesia pada saat mengambil keputusan investasi. Perilaku tersebut ditunjukkan dengan adanya nilai *herding* yang dihasilkan dari ukuran yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu ukuran *herding* yang dikembangkan oleh Sias (2004); 2) Pengukuran kinerja keuangan perusahaan menggunakan tiga ukuran saja yaitu ROE, PER, dan EPS; 3) Investor institusional yang berinvestasi pada saham yang *listing* di BEI biasanya kurang dari lima investor institusional sehingga pengujian perilaku *herding* investor menjadi sangat terbatas; 4) Sampel yang digunakan sangat terbatas karena mendasarkan pada perusahaan yang mengeluarkan laporan triwulanan, sedangkan perusahaan yang mengeluarkan laporan triwulanan di BEI hanya 90 perusahaan dan hanya 20 perusahaan dengan empat observasi yang memenuhi kriteria pengambilan sampel.

Saran

Terdapat beberapa saran penelitian bagi penelitian selanjutnya. Hal-hal yang dapat dikembangkan dan diperbaiki dari penelitian ini adalah 1) Penelitian *herding* pada saham masih sangat jarang dengan sedikitnya temuan-temuan empiris tentang perilaku *herding*, maka replikasi penelitian ini dengan inovasi-inovasi penelitiannya sangat penting untuk dilakukan, terutama untuk mendapatkan kepastian tentang perilaku *herding* berdasarkan reputasi; 2) Pengujian perilaku *herding* dilakukan dengan menambahkan ukuran lain, misalnya ukuran *herding* lain seperti Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992), sehingga kedua ukuran *herding* tersebut (LSV, 1992 dan Sias, 2004) dapat dibandingkan; 3) Penelitian selanjutnya sebaiknya menambah jumlah sampel dengan memasukkan perusahaan lain dari berbagai jenis industri dengan menggunakan sumber lain yang lebih lengkap; 4) Variabel kinerja keuangan perusahaan yang digunakan dapat ditambah dengan rasio-rasio lain (selain ROE, PER, dan EPS) sehingga dapat lebih mewakili kinerja keuangan itu sendiri.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 2007. *Analisis Statistik untuk Bisnis*. BPFE. Yoogyakarta.
- Amilia dan Kristijadi. 2003. "Peran Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Kondisi Distress" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19, No.4: 323-340.
- Banerjee, A. 1992. "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*. 107: 797-817.
- Blake, Christopher R; dan Morey, Matthew R 2000. "Morningstar Ratings and Mutual Fund Performance." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 3.
- Brown, Stephen J; dan Goetzmann, William N. 1995. "Performance Persistence." *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2.
- Brown, Nerissa C.; Kelsey D; Wei; dan Wermers, Russ. 2007. "Analyst Recommendations, Mutual Fund *Herding*, and Overreaction in Stock Prices." *Published working paper*. University of Maryland.
- Carhart, Mark M. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1.
- Choi, Nichole; Sias, Richard W. 2008. "Institutional Industry *Herding*." *The Review of Financial Studies*. Vol.17: 165-206.
- Daniel, Kent; Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ. 1997. "Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-based Benchmarks." *Journal of Finance*. Vol. 52: 1035-1058.
- Elton, Edwin J; Gruber, Martin J; Blake, Christoper. 1995. "The Persistence of Risk-adjusted Mutual Fund Performance." *Working Paper Series*. New York University.

- Graham, John R. 1999. "Herding Among Investment Newsletters: Theory and Evidence." *Journal of Finance*. Forthcoming.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1988. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns." *Published working paper*. University of California, Los Angeles.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1989. "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings." *Journal of Business*. Vol. 62: 394-415.
- Grinblatt, Mark; dan Titman, Sheridan. 1992. "The Persistence of Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5.
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; dan Wermers, Russ. 1995. "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior." *American Economic Review*. Vol. 85: 1088-1105.
- Hanafi, Mamduh, M. 2003. "Herding Between Institutional and Individual Investor: The Japanese Case." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 18, No.4: 323-340.
- Jagric *et al.* 2007. "Risk Adjusted Performance of Mutual Funds: Some Test." *South-Eastern Europe Journal of Economics* 2: 233-244.
- Klemkosky, Robert C. 1977. "The Impact and Efficiency of Institutional Net Trading Imbalances." *Journal of Finance*. Vol 32, 79-86.
- Kothari, S. P; dan Warner, Jerold B. 2001. "Evaluating Mutual Fund Performance." *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5
- Kraus, Alan; dan Stoll, Hans R. 1972. "Parallel Trading by Institutional Investors." *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*. Vol. 7: 2107-2138.
- Kusumawardhani, A. 2000. "Hubungan Kinerja Keuangan dengan Perubahan Harga Saham Sebelum dan Selama Krisis Moneter". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; Thaler, Richard; dan Vishny, Robert W. 1991. "Window Dressing by Pension Fund Managers." *American Economic Review*. 81: 227-231.
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; dan Vishny, Robert W. 1992. "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices." *Journal of Financial Economics*. 32: 23-44.
- Li, Xi. 2002. "Performance, Herding, and Career Concerns of Individual Financial Analysts". *Journal of Financial Economics*.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Kelola* No. 7.
- Nimas *et al.* 1998. "Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap Harga Saham pada Perusahaan *Go Public* di BEJ". *Jurnal Ekonomi Keuangan*.
- Nofsinger, John R. dan Sias Richard W. 1998. "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors." *Published working paper*. Washington State University.
- Oehler, A., Chao dan George G.C. 2000. "Institutional Herding in Bond Markets." *Published working paper*. www.ssrn.com
- Puckett, A. dan Yan, X.S. 2007. "The Impact of Short-term Institutional Herding." *Published working paper*. www.ssrn.com.
- Purnomo, Y. 1998. "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ (1992-1996))." *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 12: 33-38.

- Rudiningtyas, Dyah, A. 2003. "Perilaku *Herding* Pada Keputusan Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*. Vol.2, No.1.
- Scharfstein, David S. dan Jeremy C. Stein. 1990. "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*. 80: 465-479.
- Sias, Richard, W. 2004. "Institutional *Herding*." *The Review of Financial Studies*. 17: 165-206.
- Trueman, Brett. 1994.. "Analyst Forecasts and *Herding* Behavior." *The Review of Financial Studies*. 7: 97-124.
- Wermers, Russ. 1999. "Mutual Fund *Herding* and the Impact on Stock Prices." *Journal of Finance*. 54: 581-622.