

# Trend Rumor dan Peran Dividen pada Volatilitas Saham

Rahmawati Nur Wida Putri<sup>1\*</sup>, Alfa Rahmiati<sup>2</sup>

Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia<sup>1,2</sup>

[rahmawati.nur.wida-2020@feb.unair.ac.id](mailto:rahmawati.nur.wida-2020@feb.unair.ac.id), [Alfa-r@feb.unair.ac.id](mailto:Alfa-r@feb.unair.ac.id)

\*Corresponding Author

Diajukan : 28 Juli 2023

Disetujui : 10 Agustus 2023

Dipublikasi : 1 January 2024

## ABSTRACT

*Aiming to compare 10 literatures, both studies conducted in Indonesia and abroad which previously existed in the period 2012 to 2018. Articles published in reputable journals SINTA 1-3 and on an international scale. This article is a literature review that discusses rumor trends and the role of dividends in stock volatility. Not only discussing stock volatility theoretically, this study also compares how dividends affect stock volatility that has been studied so far, using what models and methods. The limitation of this research is that it only focuses on dividends and dividend policy and the effect of RUMP on stock volatility. Suggestions for further research to add to the literature with a focus on other variables such as company size, leverage.*

**Keywords:** Dividen, Dividen policy, stock volatility

## PENDAHULUAN

Volatilitas saham merupakan pergerakan naik dan turunnya harga saham akibat risiko dan return sekuritas. Setiap investor memiliki ekspektasi yang berbeda-beda untuk setiap saham yang mereka miliki. Saat ini volatilitas saham sudah tidak asing lagi bagi para pembuat kebijakan dan praktisi pasar. Volatilitas pasar saham merupakan tantangan yang berat tetapi juga merupakan instrumen fundamental untuk mengelola risiko yang dihadapi oleh berbagai pihak. Bahkan, bukan hanya perusahaan tertentu, namun trend mengenai volatilitas saham juga berbeda-beda pada tiap negara, didukung dengan model penelitian yang digunakan oleh masing-masing penulis.

Perbedaan ini membuat setiap investor untuk peduli pada faktor yang muncul akibat perubahan yang terjadi. Perbedaan ini terjadi pada saat bearish maupun bullish. Pada saat bearish sering terjadi fenomena panic selling sehingga memunculkan tindakan tidak rasional yang mempengaruhi keputusan investor. Volatilitas yang tinggi akan meningkatkan kesalahan dalam menentukan harga karena adanya bias dalam mempertimbangkan risiko dan return yang diharapkan (Hwang & Salmon, 2004).

Penelitian (Gunawan et al., 2011) menemukan bahwa Investor berperilaku rasional pada saat memperoleh return yang tinggi. Sedangkan saat kondisi market crash, investor terlihat berperilaku herding. Ketika kondisi pasar saham sedang jatuh yang memicu terjadinya market crash di pasar modal, maka volatilitas cenderung meningkat. Hal ini berarti, ketika investor semakin banyak menunjukkan perilaku sebagai herding, maka volatilitas cenderung meningkat. Sedangkan ketika kondisi pasar saham meningkat (bullish) maka volatilitas cenderung rendah, dimana pergerakan naik turunnya harga saham lebih rendah dibandingkan ketika kondisi pasar saham sedang turun (bearish).

Investor cenderung menghindari risiko pada saat berinvestasi, dan menggunakan keuntungan sebagai alasan dalam berinvestasi. Salah satu faktor paling signifikan yang dapat menarik investor untuk berinvestasi adalah mendapat keuntungan. Rasio pembayaran dividen dari perusahaan tertentu mencerminkan kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan tersebut. Karena sifatnya yang menghindari risiko dan dengan tujuan menghasilkan keuntungan, investor pasti

mempertimbangkan tingkat risiko yang mereka hadapi dalam investasi mereka. Hal ini juga disadari oleh perusahaan yang melihat fakta bahwa kesadaran dan sifat investor dapat mempengaruhi valuasi saham perusahaan dalam jangka panjang. Ini secara alami membuat volatilitas harga saham sama pentingnya bagi perusahaan seperti halnya bagi investor individu. Sehubungan dengan diskusi ini, artikel ini bertujuan untuk melakukan kajian terhadap 10 literatur untuk menemukan perbedaan trend dan peran dividen dalam volatilitas saham.

## STUDI LITERATUR

Teori utama dalam penelitian ini yaitu teori sinyal dan teori keagenan. Teori signal pada pembahasan ini berfokus pada pentingnya informasi dari perusahaan terhadap keputusan pihak luar (Loeis & Prijadi, 2015). Teori sinyal menjelaskan bagaimana kenaikan pembayaran dividen menyampaikan sinyal yang baik ke pasar terkait dengan pendapatan masa depan perusahaan (Miller & Rock, 1985) yang selanjutnya diterjemahkan ke dalam pergerakan harga saham ke atas (sebaliknya). Pihak eksekutif pada suatu perusahaan pasti memiliki informasi yang lebih baik dan akurat untuk kemudian dapat digunakan dan disampaikan kepada calon investor dengan tujuan agar harga saham perusahaannya meningkat (Ross, 1997). Sinyal yang dimaksud sendiri adalah sinyal yang menyatakan apakah kinerja perusahaan tersebut akan baik atau tidak di masa depan bilamana dilihat dari laporan keuangan dan informasi ekonominya di masa kini. Sejalan dengan (Hartono, 2015) dan (Triyono & Hartono, 2000) pengumuman yang memiliki sinyal positif diharapkan mendapat reaksi positif dari pasar pada saat pengumuman dikeluarkan. Pasar akan selalu bereaksi terhadap informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan, dimana informasi tersebut diinterpretasikan dan dianalisis dan dikategorikan sebagai sinyal positif maupun sinyal negatif. Sinyal-sinyal tersebut kemudian akan memberikan pengaruh berupa perubahan volume perdagangan saham perusahaan yang selanjutnya dapat menaikkan atau menurunkan harga saham perusahaan itu sendiri.

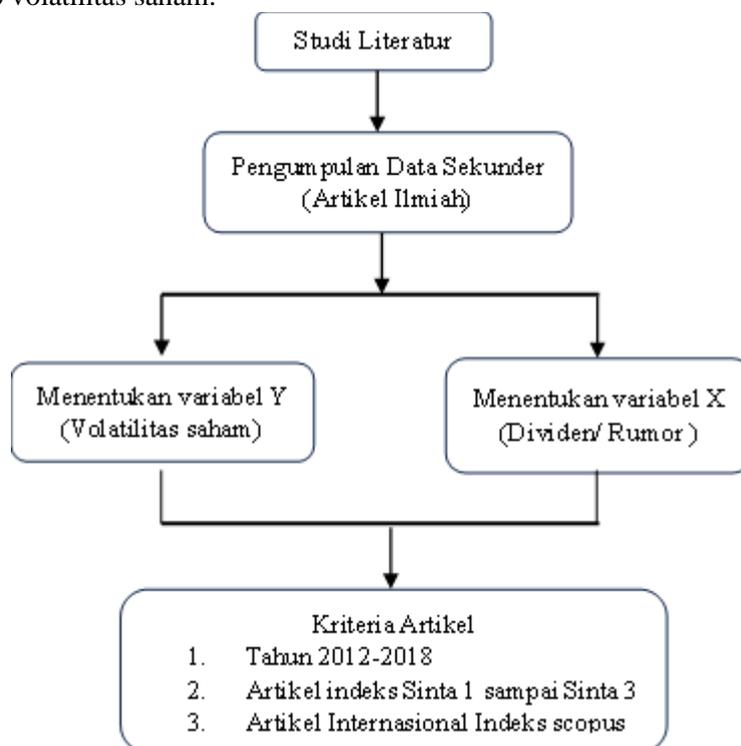
Konsep agency theory adalah hubungan atau kontrak antara principal dan agent, dimana principal adalah pihak yang mempekerjakan agent agar melakukan tugas untuk kepentingan principal, sedangkan agent adalah pihak yang menjalankan kepentingan principal (Scott, 2015). Hubungan keagenan dapat menimbulkan permasalahan saat terjadi perbedaan kepentingan antara pemilik perusahaan dan manajer, walaupun tujuannya tetap sama. Teori ini digambarkan mengenai hubungan yang terjalin dan perbedaan kepentingan di antara kedua pihak tersebut, sehingga akan berdampak pada proses perencanaan, penerapan, dan evaluasi, serta pelaporan yang dilakukan oleh pengelola (manajemen) terhadap pemilik (Pearce & Robinson, 2007).

Menurut (Jensen & Meckling, 1976), teori agensi merupakan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak. Hal ini dikarenakan ada konflik kepentingan antara manajer dan pemilik. Masalah keagenan merupakan satu faktor penentu yang paling penting dari kepemilikan kas di perusahaan. Menurut (Dittmar et al., 2003), hasil dari beberapa penelitian menunjukkan bahwa terdapat perusahaan di beberapa negara yang hak pemegang saham tidak dilindungi dan menunjukkan perusahaan tersebut dapat memiliki kas lebih banyak dibandingkan perusahaan yang dengan tingkat perlindungan pemegang saham tertinggi. Perusahaan dapat mengendalikan hak-hak pemegang saham yang mengakibatkan perusahaan mampu memegang kas lebih banyak ketika pasar utang lebih berkembang.

## METODE

Pendekatan yang digunakan penelitian ini adalah metode literature review. (Shuttleworth, 2009) Literature Review is a critical and in depth evaluation of previous research yaitu evaluasi kritis dan mendalam terhadap penelitian sebelumnya. Pada penelitian ini literatur yang dipublikasi pada periode tahun antara 2012 hingga 2018 yang telah dikumpulkan. Artikel yang dipilih telah dipublikasi dalam beberapa jurnal ilmiah, di antaranya adalah Jurnal Riset Akuntansi & Keuangan, Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia, Journal of Economic Dynamics & Control, International Review of Financial Analysis, Jurnal Manajemen Bisnis dan beberapa jurnal Indonesia yang terindeks SINTA 1-3 dan Internasional yang terindeks scopus, Beberapa literatur lain yang telah diriview merujuk pada artikel yang diadopsi oleh peneliti sebagai literatur dalam penelitian ini. Kajian ini memberikan fokus pada jurnal ini karena terakreditasi oleh SINTA (Indeks Sains dan Teknologi), sebuah metrik yang dikembangkan oleh Kementerian Riset dan

Teknologi (Kemenristek). Proses pengumpulan data diawali dengan pencarian penelitian dengan judul yang memuat istilah “volatilitas harga saham” dan “stock price volatility”. Alur pengumpulan data pada penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1. Fokus penelitian ini pada bagaimana peran dividen terhadap volatilitas saham.



Gambar 1.1 : Diagram pengumpulan data

### HASIL

Berdasarkan hasil pencarian artikel, didapatkan bahwa ada 10 artikel yang memenuhi kriteria dalam literatur review ini. Terdiri dari artikel internasional terindeks Scopus, artikel terindeks scopus SINTA 1, SINTA 2 dan SINTA 3. Artikel yang ditemukan berupa artikel dengan fokus diskusi Volatilitas Saham. Nastiti (2012) menggunakan model ARIMA, Ardiansyah & Isbanah, (2017) dan Zainudin et al., (2018) menggunakan kausalitas sebagai pengukuran dalam penelitian volatilitas saham. Beberapa artikel lain menggunakan Asymmetric GARCH dan Threshold GARCH seperti, Shah dan Nooren (2016), Linda et al., (2017), selpiana (2018), Handayani et al, (2018) dan Rijianto, (2013). Rijianto (2013) melihat volatilitas saham dari sisi sosial yaitu rumor sebagai variabel independen. Dua peneliti lain mengukur pengaruh pola sosial terhadap Volatilitas saham juga dilakukan oleh Untari (2017) dan Dhaouit (2014).

### PEMBAHASAN

Pembahasan mengenai volatilitas saham telah dianalisis secara lebih lanjut salah satunya oleh (Ardiansyah & Isbanah, 2017) yang meneliti volatilitas harga saham dengan dividen, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan leverage. Penelitian yang menggunakan metode kausalitas menekankan pada hubungan sebab akibat dengan melihat dari sumber data yang terdiri dari 42 perusahaan sektor aneka industri periode 2013 hingga 2015 dari Indonesia Stock Exchange (IDX), Saham OK, dan Yahoo Finance. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan purposive sampling yang menghasilkan data sejumlah 14 perusahaan sebagai sampel penelitian. Menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan software SPSS 23, penelitian ini didasari oleh salah satu teori terkemuka yakni teori sinyal atau signaling theory. Teori ini sendiri, mengutip dari (Brigham & Houston, 2014), merupakan teori yang membahas mengenai ketepatan waktu, kelengkapan, dan keakuratan yang akan diperlukan oleh pemegang saham untuk menganalisis pasar dan sinyal dalam menentukan keputusan berinvestasi. Menggunakan empat hipotesis untuk setiap variabel yang dibahas, penelitian ini pada akhirnya menyimpulkan bahwa dividen berpengaruh terhadap

volatilitas harga saham. Sementara, ketiga variable lainnya yaitu variabel leverage, pertumbuhan aset, serta ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham. Hal tersebut sejalan dengan penelitian (Zainudin et al., 2018). Namun, penelitian ini tidak menjelaskan alasan penggunaan periode tahun tersebut serta tidak menyertakan jenis ataupun nama dari sampel perusahaan yang tengah diteliti. Penggunaan kalimat “sektor industri” belum dapat menjelaskan secara gamblang jenis industri apa saja yang berada dalam lingkup sampel penelitian.

Berbeda dengan (Ardiansyah & Isbanah, 2017), Nastiti (2012) mengukur model yang paling cocok digunakan untuk menghitung volatilitas saham pada perusahaan go public menggunakan model pengukuran ARIMA. Sampel data saham indeks LQ 45 yaitu saham PT Aneka Tambang (Persero) Tbk (ANTM), PT Astra International Tbk (ASII), PT Bank Central Asia Tbk (BBCA), PT Semen Gresik (Persero) Tbk (SMGR) dan PT United Tractors Tbk (UNTR). Periode yang diambil adalah penutupan harga saham mulai Februari 2011 sampai Februari 2011. Model terbaik untuk meramalkan return saham ANTM adalah ARIMA ([2,28],0,0), saham ASII dengan model ARIMA([3,6,7],0,0), saham BBCA dengan model ARIMA (0,0,[18,31]), saham SMGR dengan model ARIMA ([1,21,33],0,0) sedangkan pada saham UNTR model ARIMA terbaik diperoleh dengan menangani outlier terlebih dahulu yaitu ARIMA ([4,6,19],0,0). Nilai MSD semua model ARIMA return saham bernilai kurang dari 0,0005. Dalam memodelkan volatilitas saham, hanya terdapat dua saham perusahaan yang memiliki model ARCH-GARCH yaitu PT Aneka Tambang Tbk (ANTM) dan PT Semen Gresik Tbk (SMGR). ANTM memiliki model volatilitas GARCH (1,1) sedangkan SMGR memiliki model volatilitas ARCH (1). (Nastiti, 2012) kemudian memberikan saran dalam pemodelan analisis volatilitas dapat juga digunakan model ARCH-GARCH yang non linier seperti Threshold Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (TGARCH) atau Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (EGARCH).

Shah dan Nooren (2016) menggunakan yield sebagai proksi dividen dalam penelitiannya. Penelitian mengukur pengaruh kebijakan dividen terhadap volatilitas saham di Pakistan. Fokus pada 50 perusahaan yang terdaftar di KSE Pakistan sepanjang tahun 2005-2012. Membagi proksi dividen menjadi 2, pembayaran dividen (DP) dan hasil dividen (DY). Peneliti menggunakan beberapa variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan (FS) Pertumbuhan aset (Ag), dan hutang jangka panjang (LD), Volatilitas penghasilan (EV), serta laba persaham (EPS). Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa kebijakan dividen (DY atau DP) tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham. Variabel kontrol AG, EV dan EPS terbukti memiliki hubungan yang signifikan terhadap volatilitas harga saham, dan 2 variabel kontrol lainnya (FS dan LD) ditemukan tidak memiliki hubungan.

Berbeda dengan Selpiana (2018) yang menjadikan ukuran perusahaan sebagai variabel independen yang diuji bersama leverage, dividen, dan nilai tukar. Menggunakan data saham yang tergabung dalam LQ45 di BEI dengan tahun pengamatan 2012-2016. Dividen Yield digunakan sebagai pengukuran dividen sebagai rasio yang menunjukkan perbandingan antara dividen yang dibagi dengan harga saham. Hasil yang didapat bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.

Penelitian (Linda et al., 2017) menggunakan data pasar saham Indonesia, Jepang, dan Hongkong dalam periode tahun 1990 sampai 2016, dengan detail yaitu periode data Indonesia dari 3 Januari 1990 sampai 15 Juni 2016, Jepang dari 4 Januari 1990 sampai 15 Juni 2016, dan Hong Kong dari 2 Januari 1990 sampai 15 Juni 2016. Sedangkan periode data yang digunakan untuk pasar saham Singapura dimulai dari 31 Agustus 1999 sampai 15 Juni 2016, hal ini karena adanya permasalahan ketersediaan data. Pengambilan data ini sendiri adalah dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Pemilihan pasar didasari dari penelitian-penelitian terdahulu yang menyatakan menyatakan bahwa pasar-pasar tersebut merupakan pasar-pasar saham yang mempunyai pengaruh volatilitas, baik dalam kawasan Asia maupun spesifik terhadap kondisi pasarnya sendiri. Menurut penelitian ini, volatilitas dari harga saham sendiri termasuk variabel yang susah untuk diamati sehingga untuk mengukur volatilitas dengan benar, dibutuhkan proksi yang sesuai. Volatilitas dalam pasar saham seringkali diamati dengan melihat variasi return dari harga saham. Namun, alih-alih menggunakan indeks harga saham pada variabel input yang menyusun model ekonometrika, penelitian ini

mengganti indeks tersebut dengan nilai return dari harga saham. Return harga saham sendiri berarti besarnya tingkat pengembalian yang diberikan oleh saham-saham dalam pasar. Lebih lanjut, penelitian ini dibantu dengan menggunakan salah satu pemodelan volatilitas generasi awal yakni model generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH) dan berbagai macam model asimetris GARCH. Spesifikasi model asimetris GARCH yang digunakan pada penelitian ini adalah Exponential-GARCH (EGARCH) yang diusulkan oleh (Nelson, 1991), Threshold-GARCH (TGARCH) yang diusulkan oleh (Zakoian, 1994), Glosten, Jagannathan, and Runkle-GARCH (GJR-GARCH) yang diusulkan oleh (Glosten et al., 1993), Integrated-GARCH (IGARCH) yang diusulkan oleh (Engle & Bollerslev, 1986), Component-GARCH yang diusulkan oleh (Engle & Lee, 1993), dan Asymmetric power ARCH (APARCH) yang diusulkan oleh (Ding et al., 1993). Melalui empat macam hipotesis baik untuk data root maupun untuk melihat efek ARCH, didapati beberapa hasil dari penelitian berikut ini terutama mengenai model asimetris GARCH dianggap dapat merepresentasikan estimasi volatilitas return dengan lebih baik dibandingkan simetrinya jika dilihat dari sampel yang digunakan. Dikatakan pula bahwa return dari pasar saham Hongkong dan Indonesia adalah menggunakan model APARCH, sementara Singapura dan Jepang menggunakan model TGARCH. Dengan ini, dapat ditarik kesimpulan bahwa setiap negara memiliki karakteristik volatilitas berbeda yang pada akhirnya akan membentuk model yang berbeda pula. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa hasil estimasi model asimetris GARCH menjadi lebih tepat dalam menentukan strategi manajemen risiko untuk suatu pasar saham. Secara keseluruhan, bilamana dibandingkan dengan penelitian milik (Ardiansyah & Isbanah, 2017), penelitian ini jauh lebih tertata dan memiliki alasan-alasan konkrit atas keputusan-keputusan ilmiah di baliknya, seperti alasan pemilihan data dan periode dari data itu sendiri.

Penelitian (Handayani et al, 2018) memiliki hasil yang berbeda dengan Ardiansyah et al (2017), namun menggunakan metode yang sama dengan (Linda et al., 2017). Dengan sampel perusahaan manufaktur tahun 2011-2015, hasil analisis regresi menunjukkan bahwa volatilitas harga saham perusahaan sampel penelitian tidak dipengaruhi oleh Return on Asset, Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, Dividend Payout Ratio, dan ukuran perusahaan. Sedangkan, pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif terhadap volatilitas harga saham. Peneliti menggunakan metode GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity) dalam menghitung variabel dependen yaitu volatilitas harga saham.. Bentuk analisis GARCH dalam penelitian ini berdasarkan data series masing-masing perusahaan. Dalam penelitian ini, analisis GARCH untuk masing-masing perusahaan dilakukan secara terpisah untuk membentuk model volatilitas masing-masing perusahaan. Analisis GARCH terdiri dari beberapa tahapan antara lain uji normalitas, uji efek ARCH, Estimasi Model GARCH berdasarkan analisis penelitian.

Model lain yang kerap digunakan dalam penelitian mengenai volatilitas salah satunya dilakukan dalam penelitian milik (Quaye & Radu Tunaru, 2022). Namun, tidak seperti penelitian sebelumnya, penelitian komparatif yang satu ini membahas lebih lanjut mengenai implied volatility yang diklaim sebagai pembahasan pertama dalam dunia literatur, yakni dengan membandingkan implied volatility dalam indeks saham ekuitas dengan implied volatility dalam indeks dividen berjangka. Penelitian ini, secara lebih lanjut, memanfaatkan serangkaian instrumen derivatif terbaru, indeks saham dan opsi IDF, untuk menyelidiki bersama-sama volatilitas tersirat untuk indeks saham dan untuk dividen indeks. Kebaruan pendekatan ini di antaranya terdiri dari memiliki pandangan ke depan dan mampu menentukan IV yang terkait dengan masing-masing sisi, indeks saham dan dividen indeks, dari rangkaian opsi yang berbeda. Dalam konteks ini, secara lebih lengkap, peneliti menguraikan kondisi di mana efek teka-teki volatilitas berlebih (dividen) yang disimpulkan dari data historis dapat ditukar dengan aman dengan ekspektasi di masa depan. Peneliti juga secara eksplisit mengizinkan variabilitas dalam waktu hingga jatuh tempo (TTM) kontrak opsi dan suku bunga, sambil mengesampingkan pendekatan komputasi yang memungkinkan agregasi ukuran volatilitas di bawah model Black-Scholes; Black formula dan (Bakshi et al., 2003) pendekatan model-bebas. Selain itu, penelitian ini juga menganalisis determinan dari perbedaan volatilitas tersirat dari dua aset, dengan PDB, indeks harga konsumen dan nilai tukar mata uang asing dolar/euro diidentifikasi sebagai memainkan peran mendasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa untuk penyelidikan ekonomi, bahkan ketika menggunakan harga derivatif, peneliti harus memperhatikan sisi ekuitas dan sisi dividen yang sesuai. Lebih lanjut, hasil penelitian juga

memberikan bukti yang mendukung teka-teki volatilitas berlebih, tetapi berdasarkan pandangan ke depan, menggunakan informasi yang diambil dari pasar opsi. Penelitian ini merupakan penelitian yang untuk pertama kalinya dalam literatur yang membuat indeks volatilitas tersirat untuk kontrak berjangka dividen STOXX 50. Ini kemudian digunakan sebagai sarana untuk membantu kita mempelajari lebih lanjut tentang sifat-sifat teka-teki kelebihan volatilitas menggunakan informasi dari pasar derivatif dividen. Evolusi indeks ini menunjukkan dengan jelas bahwa dalam beberapa tahun terakhir telah terjadi lebih banyak volatilitas di pasar dividen.

Peneliti sebelum (Handayani et al, 2018), (Rijianto, 2013) juga menggunakan metode Asymmetric GARCH dan Threshold GARCH untuk mengukur kenaikan (penurunan) harga saham akibat rumor pada bursa efek Indonesia. Bila rumor berdampak pada peningkatan volatilitas, maka harga saham cenderung mengalami perubahan. Rijianto menggunakan data intrahari 15 menit selama tahun 2007-2009 sebagai periode umum dan periode beredarnya rumor. Pengukuran volatilitas imbal hasil saham dilakukan dengan cara melihat periode pengelompokan volatilitas (volatility clustering). cek keberadaan rumor yang beredar di milis investor pada periode tersebut. Lima saham yang konsisten masuk ke dalam peringkat enam saham dengan frekuensi perdagangan tertinggi pada periode tahun 2007-2009, yaitu; BUMI, ANTM, TLKM, TINS dan PGAS. Kemudian dipilih BUMI sebagai perwakilan dari perusahaan swasta dan TLKM sebagai perwakilan perusahaan milik pemerintah.

Efek rumor terhadap harga saham menggunakan dua saham dengan frekuensi perdagangan tertinggi di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009 (BUMI dan TLKM) memperlihatkan pola volatilitas yang berbeda. Pada periode umum, harga saham BUMI dan TLKM menunjukkan pola volatilitas yang simetris. Saham BUMI menunjukkan adanya peningkatan efek simetris volatilitas harga saham pada periode rumor. Namun, pola volatilitas masih sama, yaitu pola simetris. Artinya, ketika ada informasi (rumor) positif saham akan naik cepat. Sebaliknya, jika ada informasi (rumor) negatif, maka saham akan turun dengan cepat. Pada saham TLKM terlihat adanya perubahan pola volatilitas dari simetris menjadi asimetris. Artinya pada periode rumor, volatilitas harga saham TLKM cenderung menurun. Pola volatilitas asimetris menunjukkan bahwa kenaikan harga saham TLKM dengan adanya rumor positif lebih lambat dibandingkan penurunan harga saham TLKM akibat rumor negatif.

Penelitian yang dilakukan oleh (Rijianto, 2013) membuktikan bahwa kehidupan sosial berpengaruh terhadap volatilitas saham. Pengaruh pola sosial terhadap Volatilitas saham juga dilakukan oleh (Untari, 2017). Pada penelitian ini Untari memeriksa perilaku followers investor terhadap volatilitas saham. Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2009-2013. Volatilitas saham diukur dengan deviasi standar dari continuously compounded return pada saham. Metode yang digunakan untuk mendeteksi perilaku follower investor adalah metode herding behavior oleh (Chang EC et al., 2000). Ditemukan 247 sampel yang terdiri dari 25 industri bahan baku, 81 industri manufaktur, 141 dari industri jasa. Pengujian normalitas data dilakukan dengan menggunakan kolmogorov smirnov dengan level of significant 0,05. Pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji statistik Glejser. Untuk mendeteksi adanya data autokorelasi dilakukan dengan uji Lagrange Multiplier (LM test).

Perilaku follower investor terjadi sangat tinggi di Pasar Modal Indonesia pada saat market crash, yaitu dari 350 amatan terdapat 247 amatan yang terindikasi follower. Hasil mengindikasikan terjadinya perilaku herding di antara investor pada saat kondisi market crash. Investor memiliki sifat keserakahan (greed), ketakutan (fear) dan kepanikan (madnes), sehingga karakteristik sifat investor tersebut menjelaskan perilaku individu yang cenderung bergerak atau bertindak sesuai dengan yang mayoritas lakukan. Tingginya tingkat follower berdasarkan hasil penelitian ini, juga dapat membuktikan bahwa investor saat ini cenderung berperilaku tidak rasional. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara perilaku follower investor pada sektor industri penghasil bahan baku, sektor industri manufaktur, dan sektor jasa. Perilaku irasional (psikologis) investor mempengaruhi volume perdagangan saham (Dhaouit, 2014).

Bagaimana di Negara berkembang? Kebijakan dividen, pembayaran dividen, memiliki konten informasi yang memberikan sinyal positif dari pendapatan masa depan perusahaan kepada investor. Kebijakan dividen dapat mempengaruhi secara signifikan volatilitas harga saham perusahaan. Penelitian (Zainudin et al., 2018), dengan sampel terdiri dari 166 industri perusahaan publik yang

mencakup rentang waktu dari tahun 2003 hingga 2012 di Malaysia. Untuk menentukan stock price volatility, rentang tahunan harga saham yang disesuaikan untuk semua tahun yang tersedia dihitung terlebih dahulu. Untuk setiap tahun, rentang dibagi dengan rata-rata tinggi dan rendah, dan kemudian dinaikkan ke pangkat kedua. Ukuran rata-rata varians untuk semua tahun yang tersedia kemudian diubah menjadi standar deviasi dengan menggunakan transformasi akar kuadrat. Hasil menunjukkan bahwa ada hubungan negatif yang signifikan antara rasio pembayaran dividen perusahaan dan volatilitas harga saham, dan hubungan negatif yang signifikan antara hasil dividen dan volatilitas harga saham di perusahaan publik Malaysia. Namun, keterbatasan penelitian ini sampel yang digunakan sedikit sehingga tidak mewakili volatilitas harga saham berbagai industri di Bursa Malaysia.

### KESIMPULAN

Penelitian volatilitas harga saham adalah isu yang sering dibahas, karena faktor volatilitas harga saham memiliki relevansi yang signifikan, terutama bagi investor. Hasil beberapa penelitian tentang trend rumor peran dividen pada volatilitas harga saham dan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi volatilitas harga saham menunjukkan hasil berbeda sehingga masih menimbulkan gap penelitian. Banyak teori dari penelitian sebelumnya telah disebutkan dalam diskusi. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan teori tersebut sebagai teori acuan, tetapi harus disesuaikan dengan tujuan dan variabel penelitian. Teori yang utama yang paling banyak digunakan yaitu teori sinyal atau signaling theory. Metode yang digunakan berbeda juga mempengaruhi hasil penelitian yang berbeda. Beberapa penelitian telah menggunakan metode GARCH. Metode tersebut dapat merepresentasikan estimasi volatilitas return dengan lebih baik. Selain itu Penelitian ini berkontribusi bagi para pemangku kepentingan, khususnya investor, adalah menambah pengetahuan tentang faktor-faktor yang dapat mempengaruhi harga saham, sehingga membantu investor dalam mengambil keputusan investasi pasar modal. Bagi perusahaan, dapat memutuskan kebijakan terkait dengan dividen perusahaan. Penelitian ini memiliki keterbatasan dari segi fokus variabel yang diambil hanya dividen dan rumor, serta tahun pengamatan yang cukup pendek hanya dari tahun 2012-2018. Saran penelitian selanjutnya dapat menggunakan enam variabel spesifik perusahaan sebagai determinan volatilitas harga saham sehingga perluasan lebih lanjut pada model estimasi yang mencakup variabel makroekonomi lainnya seperti tingkat inflasi, volatilitas arus modal, tingkat bunga dan PDB, dapat memberikan penjelasan yang lebih komprehensif tentang perilaku perusahaan.

### REFERENSI

- Antweiler, W., & Murray, F. (2004). Is All That Talk Just Noise ? The Information Content of Internet Stock Message Boards. *The Journal of Finance*, 59(3), 1259–1294.
- Ardiansyah, I., & Isbanah, Y. (2017). Analisis Pengaruh Dividen, Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 5(3), 1565–1574.
- Bakshi, G., Kapadia, N., & Madan, D. (2003). Stock Return Characteristics, Skew Laws, and The Differential Pricing of Individual Equity Options. *Review of Financial Studies*, 16(1), 101–143.
- Brigham, F. E., & Houston, J. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan : Aspek-aspek of Financial Management*. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Brunnermeier, M. (2005). Information Leakage and Market Efficiency, *Review of Financial Studies*. *Review of Financial Studies*, 18, 417–457.
- Chang EC, Cheng J. W, & Khorana A. (2000). An Examination of Herd Behavior in Equity Markets : An International Perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24, 1651–1679.
- Dhaouit, A. et al. (2014). The Impact of Investor Psychology on Stock Market : Evidence From France. *Journal of Academic Research In Economics*, 5(1).
- Ding, Z., Granger, C. W., & Engle, R. F. (1993). A Long Memory Property of Stock Market Returns and A New Model. *Journal of Empirical Finance*, 1(1), 83–106.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 38(1).

- Engle, R. F., & Bollerslev, T. (1986). Modelling The Persistence of Conditional Variances. *Econometric Reviews*, 5(1).
- Engle, R. F., & Lee, G. J. (1993). A Permanent and Transitory Component Model of Stock Return Volatility. *Discussion Paper*.
- Glosten, L. R., Jagannathan, R., & Runkle, D. E. (1993). On The Relation Between The Expected Value and The Volatility of The Nominal Excess Return on Stocks. *The Journal of Finance*, 48(5), 1779–1801.
- Gunawan, H. W., Noer Azam Achsani, & La Ode Abdul Rahman. (2011). Pendeteksi Perilaku Herding Pada Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik. *Forum Statistika Dan Komputas*, 16–23.
- Handayani et al. (2018). Determinants of The Stock Price Volatility in the Indonesian Manufacturing Sector. *International Research Journal of Business Studies*, 11(3), 179–193.
- Hartono, J. (2015). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta, Indonesia : BPFE.
- Hitz, L., Ismail H. Mustafi, & Heinz Zimmermann. (2022). The Pricing of Volatility Risk in The US Equity Market. *International Review of Financial Analysis*, 79.
- Hwang, S., & Salmon, M. (2004). Market Stress and Herding . *Journal of Empirical Finance*, 11.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Linda, D. U., Kathleen, M., Stacy, & Marry, E. L. (2017). *Critical Care Nursing (E-Book : Diagnosis & Management)*. Kanada : Elsevier Health Sciences.
- Loeis, H. P., & Prijadi, R. (2015). Ambiguity towards multiple historical performance information signals : Evidence from Indonesian Open-Ended Mutual Fund Investors. *Indonesian Capital Market Review*, 7(2), 92–101.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Nastiti, A. S. (2012). Analisis Volatilitas Saham Perusahaan Go Public dengan Metode ARCH-GARCH. *Jurnal Sains Dan Seni ITS*, 1(1), 259–264.
- Nelson, D. B. (1991). Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns : A New Approach. *Econometrica*, 59(2), 347–370.
- Pearce, J. A., & Robinson, R. B. (2007). *Manajemen Strategis-Formulasi, Implementasi dan Pengendalian (10th ed)*. Jakarta : Salemba Empat.
- Quaye, Enoch., & Radu Tunaru. (2022). The Stock Implied Volatility and The Implied Dividend Volatility. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 134.
- Rijanto, Y. A. (2010). Dampak Rumor Terhadap Volatiltas Harga Saham. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 3, 261–285.
- Rijianto, A. (2013). Dampak Rumor Terhadap Volatilitas Harga Saham. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 3(3), 261–285.
- Selpiana, Komang Ria. Ide Bagus B. (2018). Pengaruh Kebijakan Dividen, Nilai Tukar, Leverage, dan Firm Size Terhadap Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(3). 1682-1712.
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory (Seventh Ed)*. Canada : Pearson.
- Shah, Syed Akif dan Umara Noreen. 2016. Stock Price Volatility and Sole of Dividend Polycy: Empirical Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issue*, 6(2): 461-472.
- Shuttleworth. (2009). *What is a Literature Review ?*
- Triyono, & Hartono, J. (2000). Hubungan Kandungan Informasi Arus Kas, Komponen Arus Kas dan Laba Akuntansi dengan Harga Saham atau Return Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 3(1).
- Untari, J. (2017). Hubungan Antara Karakteristik Ibu Dengan Pemberian ASI Eksklusif di Wilayah Kerja Puskesmas Minggir Kabupaten Sleman. *Journal Formil Kesmas Respati*, 1(2), 17–23.
- Zainudin, R., Nurul Shahnaz Mahdzan, & Chee Hong Yet. (2018). Dividend Policy and Stock Price Volatility of Industrial Products Firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1).

Zakoian, J. M. (1994). Threshold Heteroskedastic Models. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 18(5), 931–955.