



PAPER – OPEN ACCESS

Analisis Perilaku Herding Investor Pada Saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia

Author : Hafni Zubaedah Pasaribu
DOI : 10.32734/lwsa.v1i2.215
Electronic ISSN : 2654-7066
Print ISSN : 2654-7058

Volume 1 Issue 2 – 2018 TALENTA Conference Series: Local Wisdom, Social and Arts



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

Published under licence by TALENTA Publisher, Universitas Sumatera Utara



Analisis Perilaku Herding Investor Pada Saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia

Hafni Zubaedah Pasaribu^a, Isfenti Sadalia^a

^a*Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara, Medan, Indonesia, 20155*

hafnizubaedah@gmail.com

Abstract

Penelitian ini menguji keberadaan perilaku herding investor pada saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia. Menggunakan model Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) yang diusulkan oleh Chang, Cheng dan Kharona (2000). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD). Variabel independen dalam penelitian ini adalah return pasar. Jenis penelitian ini adalah penelitian asosiatif. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ-45. Adapun yang menjadi sampel adalah 29 perusahaan. Data yang digunakan adalah data harian harga penutupan saham perusahaan dan harga penutupan indeks saham LQ-45 selama periode Januari 2013 sampai Desember 2015. Pengujian hipotesis menggunakan teknik analisis regresi sederhana dengan taraf signifikansi 5%. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada saat kondisi pasar turun dan kondisi pasar naik, tidak ditemukan adanya perilaku herding di Pasar Modal Indonesia.

Keywords: Perilaku herding; CSAD; Indeks pasar LQ-45.

1. Pendahuluan

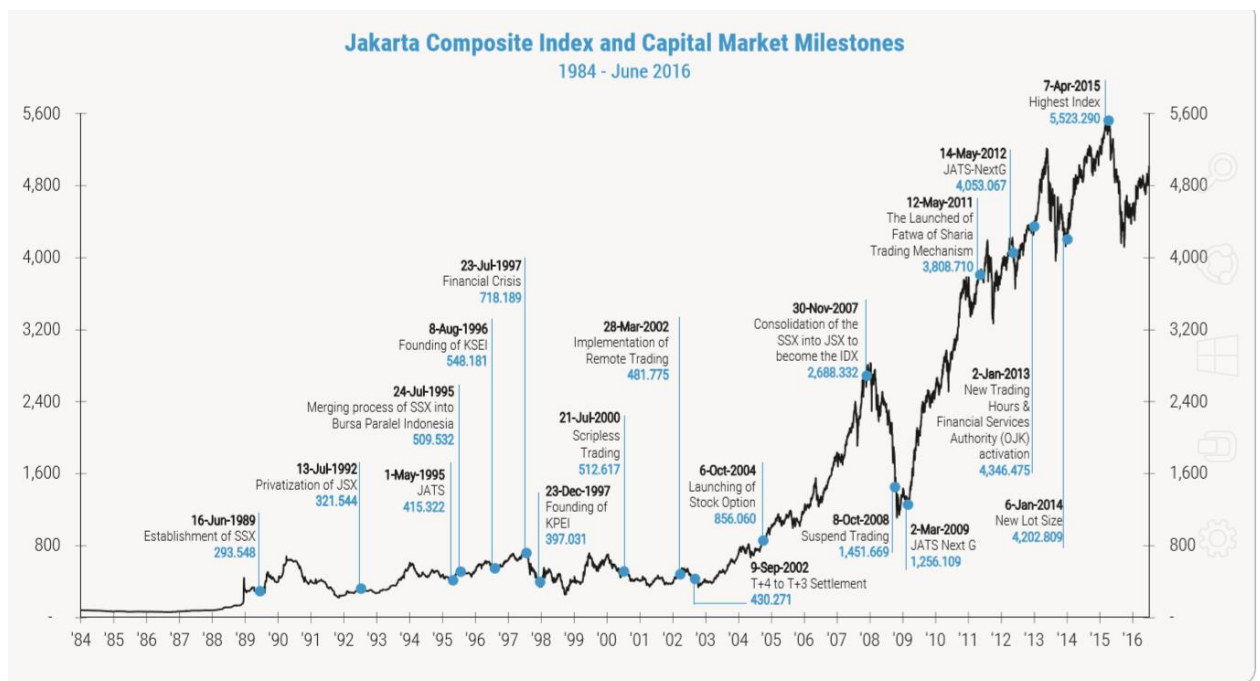
Seiring dengan pesatnya perkembangan investasi di pasar modal, perilaku keuangan sangat berperan dalam pengambilan keputusan investor. Pengambilan keputusan investasi bagi investor akan sangat dipengaruhi oleh informasi yang didapat dan pengetahuan investor tentang investasi tersebut. Dalam pasar modal terdapat dua jenis investor berdasarkan orientasi investasinya, yaitu investor orientasi jangka panjang dan investor orientasi jangka pendek. Pada umumnya investor yang berorientasi jangka panjang tidak begitu terpengaruh dengan adanya isu pasar, karena telah melakukan analisis fundamental perusahaan yang dipilih untuk melakukan investasi. berbeda dengan investor yang berorientasi pada jangka pendek. Investor yang berorientasi jangka pendek cenderung mengikuti trend pasar, saat harga saham menurun investor memutuskan untuk membeli, dan pada saat harga saham tinggi investor memutuskan untuk menjual saham tersebut. Seringkali investor bertindak secara tidak rasional saat kondisi pasar modal suatu negara akan goyah, hal ini terlihat dari indeks pasar yang menurun diikuti dengan harga saham yang menurun. Melihat seorang investor menjual saham dikarenakan kepanikan, maka investor lain akan langsung mengikuti langkah investor tersebut untuk menjual sahamnya, tindakan penjualan ini disebut sebagai perilaku herding.

Menurut Cristy dan Huang (1995) dalam Gunawan (2011), perilaku herding adalah kecenderungan perilaku investor untuk mengikuti konsensus pasar dan mengikuti perilaku investor lain tanpa melakukan analisis fundamental ekonominya, sehingga saat terjadi penurunan harga saham investor akan mengambil tindakan untuk menjual saham. Perilaku herding dianggap rasional saat investor menangkap sinyal yang sama dan membuat keputusan yang sama karena tindakan untuk memaksimalkan keuntungan. Perilaku herding yang bersifat tidak rasional terjadi pada saat

investor mengambil sebuah keputusan karena panik dan emosi melihat investor lain menjual saham sehingga investor tersebut ikut melakukan penjualan saham. Perilaku herding banyak terjadi di negara berkembang karena sektor finansial dari negara tersebut tidak terlalu berkembang dan teratur, tidak banyak informasi yang tersedia mengenai pasar modal dan perusahaan yang terdaftar di dalam pasar modal tersebut, serta aliran uang masuk dan keluar tidak stabil. Kinerja perekonomian Indonesia menjadikan Indonesia sebagai salah satu emerging market yang menarik untuk berinvestasi, hal ini dikuatkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Chang et al (2000) dalam Chasanah (2015), yang menyatakan bahwa terdapat aktivitas herding pada emerging market saat itu yaitu di negara Taiwan dan Korea Selatan.

Menurut Kole dan Dijk (2010) dalam Ramadhan (2016), dalam pasar keuangan bahwa banyak investor memiliki ekspektasi yang sama, pada saat yang bersamaan, terhadap harga dan imbal hasil di masa yang akan datang. Adanya istilah bullish dan bearish pada pasar saham merupakan gambaran dari persepsi tersebut. Bullish adalah kondisi pasar naik yang ditandai dengan imbal balik pasar bernilai positif (tinggi). Sedangkan bearish adalah kondisi pasar turun yang ditandai dengan imbal balik pasar bernilai negatif (rendah). dalam Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun 2013-2015 sudah mencakup kondisi pasar sedang bullish dan bearish.

Sumber: IDX Fact Book 2016



Gambar 1. Indeks Harga Saham Gabungan Tahun 2013-2015

Berdasarkan Gambar 1 menunjukkan bahwa dalam Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun 2013-2015 sudah mencakup kondisi pasar sedang bullish dan bearish.

Table 1. Kinerja IHSG

Date	Jumlah
2 Januari 2013	4.346,475
6 Januari 2014	4.202,809
7 April 2015	5.532,290

Pada Tabel 1 juga dapat dilihat bahwa terdapat rebound. Peristiwa tersebut memprediksi bahwa perilaku herding hadir pada saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia. Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan selaras dengan

pergerakan Indeks LQ-45 pada tahun 2013-2015. Maka dalam menjadikan saham yang terdapat dalam Indeks LQ-45 sebagai bagian dari populasi dan sampel, penelitian dapat menggambarkan keadaan Pasar Modal Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis keberadaan perilaku herding saat kondisi pasar turun dan pada saat kondisi pasar naik pada saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat meningkatkan pemahaman investor mengenai formasi harga di pasar saham dan menjadi bahan pertimbangan ketika berinvestasi saham LQ-45

2. Tinjauan pustaka

Behavioral Finance

Perilaku keuangan adalah aplikasi psikologi untuk pengambilan keputusan keuangan dan pasar keuangan. Perilaku keuangan juga merupakan transformasi paradigma keuangan dengan kerangka berdasarkan psikologis (Shefrin, 2010). Menurut Statman (1999) yang dikutip oleh Chandra (2012), behavior finance adalah penggabungan antara ilmu psikologi dan keuangan, karena sebetulnya psikologi tidak pernah terpisahkan dari ilmu keuangan. Dapat disimpulkan bahwa behavioral finance adalah ilmu yang mempelajari bagaimana manusia mengambil tindakan pada proses pengambilan keputusan investasi sebagai respon dan informasi yang telah diperoleh.

Hipotesis Pasar Efisien

Hipotesis pasar efisien adalah hipotesis dimana harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Menurut Fama (1970) dalam Nuffus (2013), hipotesis pasar efisien terdiri dari 3 bentuk, yaitu: (1) Hipotesis bentuk lemah (weak form) yaitu menyebutkan bahwa harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang dapat diturunkan dengan menguji data perdagangan pasar berupa harga historis, volume perdagangan, dan bunga pinjaman. (2) Hipotesis bentuk semi kuat (semi strong form) yaitu menyebutkan bahwa harga saham pada pasar modal menggambarkan semua informasi yang dipublikasikan seperti earning, deviden, pengumuman stock split, penerbitan saham dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan. (3) Hipotesis bentuk kuat (strong form) yaitu menyatakan bahwa harga pasar mencerminkan seluruh informasi yang relevan bagi perusahaan, termasuk informasi yang hanya tersedia bagi orang dalam perusahaan.

Perilaku Herding

Menurut Bikchandani dan Sharma (2001) dalam Chasanah (2015), herding merupakan fenomena terjadinya pembelian atau penjualan secara berkelompok atas satu atau lebih saham secara berkelompok yang terjadi di pasar modal atau bursa. Menurut Lan dan Rose (2011), perilaku herding digambarkan sebagai kecenderungan orang untuk mengikuti orang lain untuk membuat keputusan investasi yang identik, dimana sedikit informasi publik yang tersedia. Investor tertarik dimana mereka dapat membuat profit dengan mengandalkan informasi kolektif dari pada informasi pribadi.

Penyebab Perilaku Herding

Menurut Chang, Cheng dan Kharona (2000) dalam Tristantyo (2014), memberikam 4 alasan mengapa investor instuisi bertransaksi pada arah yang sama:

1. Investor mengolah informasi yang sama.
2. Investor lebih memilih saham dengan ciri-ciri yang umum yaitu “better-known” dan “liquid”.
3. Para manajer cenderung mengikuti langkah transaksi yang diikuti oleh manajer lain untuk menjaga reputasinya.
4. Para manajer mengikuti valuasi harga saham dari manajer lainnya.

Dampak Perilaku Herding

Lao dan Shingh (2011) memaparkan bahwa ketika informasi seorang investor berdasarkan pada informasi kolektif dari pada informasi pribadi, nilai fundamental dari saham bisa rendah. Selain itu, Menurut Hwang dan Salmon (2004) dalam Golarzi dan Ziyachi (2013), menyebutkan dampak perilaku herding yaitu munculnya fenomena-fenomena

seperti peningkatan fluktuasi harga saham, jatuhnya harga, efek kalender, perbedaan return saham, tidak equilibriumnya antara harga dan variabel fundamental menuju pada pasar tidak efisien.

Return Saham

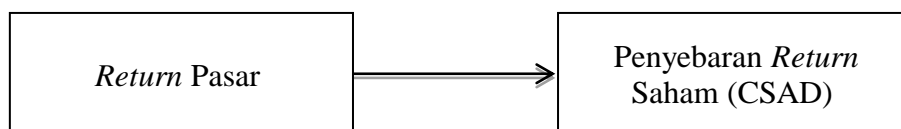
Menurut Jogiyanto (2013), Return adalah keuntungan yang diperoleh atau dihasilkan dari kegiatan investasi. Return dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang belum terjadi tetapi masih diharapkan akan terjadi dimasa mendatang. Return realisasi dihitung berdasarkan data historis. Sedangkan menurut Tandelin (2010), return adalah salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung resiko atas investasi yang dilakukannya.

Table 2. Review Penelitian Terdahulu.

No	Column A (<i>t</i>)				Column B (<i>t</i>)
1	Gamage dan Thushari(2016)	Herding in Colombo Stock Exchange	CSAD dan Return pasar	Analisis Regresi	Perilaku herding tidak hadir pada Bursa Efek Kolombo
2	Nuffus dan Chandra (2013)	Analisis Perilaku Herding pada Saham Kompas 100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008-2012	CSAD dan Return pasar	Analisis Regresi	Selama periode penelitian tidak ditemukan perilaku herding di Bursa Efek Indonesia
3	Ahsan dan Sarkar (2013)	Herding in Dhaka Stock Exchange	CSAD dan Return pasar	Analisis Regresi	Selama periode penelitian tidak ditemukan perilaku herding di Bursa Efek Indonesia
4	Gunawan et al (2011)	Pendeteksian Perilaku Herding pada Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik	CSAD dan Return Pasar	Analisis regresi Kuartil	Perilaku Herding terjadi pada saat kondisi market stress di Pasar Saham Indonesia dan pasar Saham Asia Pasifik
5	Lao dan Singh (2011)	Herding Behaviour in the Chinese and Indian Stock Markets	CSAD, dan Return Pasar	Analisis Regresi	Perilaku herding terjadi di pasar modal India ketika kondisi tren pasar naik.
6	Lan dan Rose (2011)	Herding and Trading Volume	CSAD dan return pasar	Analisis Regresi dan VAR	1.Perilaku Herding hadir di Pasar Modal hongkong ketika tren pasar sedang menurun. 2.Perilaku Herding merupakan fenomena jangka panjang di Hong Kong.

Kerangka Konseptual

Untuk menganalisis perilaku *herding* dalam penelitian ini, peneliti menggunakan metode yang dipelopori oleh Chang, Cheng dan Kharona (2000). Ketika investor membuat keputusan investasi dengan mengikuti konsensus pasar, maka *return* saham tidak akan terdeviasi terlalu jauh dari *return* pasar. Akibatnya dispersi *return* saham akan relatif rendah dan hubungan non-linier antara dispersi *return* saham dan rata-rata *return* pasar akan terbentuk. Tingkat dispersi *return* saham diukur dengan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) terhadap *return* pasar. Kerangka konseptual penelitian ini tentang hubungan antara *return* pasar dan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) pada saham LQ-45.



Gambar 2.2 kerangka konseptual

Berdasarkan kerangka konseptual, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

1. Terdapat perilaku herding saat kondisi pasar turun pada saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia yang ditandai dengan adanya hubungan yang signifikan antara imbal balik pasar dan Cross-Sectional Absolute Deviation.
2. Terdapat perilaku herding saat kondisi pasar naik pada saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia yang ditandai dengan adanya hubungan yang signifikan antara imbal balik pasar dan Cross-Sectional Absolute Deviation

3. Metode Penelitian

Jenis Data, Tempat dan Waktu Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder perusahaan yang listed dalam indeks LQ-45. Data yang digunakan adalah daftar harga saham harian pada perusahaan LQ-45 dan Indeks LQ-45 untuk tahun 2013 sampai dengan 2015. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan mengakses situs Bursa Efek Indonesia: www.idx.co.id, www.sahamok.com dan www.finance.yahoo.com atau www.duniainvestasi.com.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia dari 2013 sampai dengan 2015. Penentuan sampel dalam penelitian ini dengan menggunakan metode purposive sampling, yaitu sampel yang digunakan untuk memperkirakan karakteristik populasi berdasarkan pada kriteria tertentu. Berikut ini adalah kriteria yang digunakan peneliti dalam penentuan sampel: (1) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan sahamnya masuk dalam indeks LQ-45 pada periode 2013 sampai 2015, (2) Perusahaan yang sahamnya selalu konsisten listed dalam indeks LQ-45 pada periode 2013 sampai 2015. (3) Perusahaan yang memiliki data historis harga saham yang lengkap dalam indeks LQ-45 pada periode 2013 sampai 2015. Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 63 perusahaan yang pernah masuk dan list saham LQ-45 selama periode pengamatan. Perusahaan memenuhi kriteria penarikan sampel adalah 29 perusahaan.

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini adalah penelitian asosiatif, yaitu penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara return pasar dan Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD). Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi dokumentasi, yaitu mengumpulkan data yang berhubungan dengan perusahaan LQ-45 dan Indeks LQ-45. Berikut ini merupakan tabel definisi operasional, yaitu:

Tabel 3. Operasional Variabel

Variabel	Defenisi Variabel	Indikator	Skala Ukur
<i>Return</i> Pasar	Imbal balik dari keseluruhan portofolio pasar.	$R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$	Rasio
<i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD)	Dispersi atau tingkat penyebaran imbal balik saham.	$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N R_{i,t} - R_{m,t} $	Rasio

4. Metode analisis data

Data sampel yang telah terkumpulkan diolah menjadi input variabel untuk mencari tingkat dispersi saham dengan menggunakan model *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Untuk mendeteksi perilaku *herding* dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung nilai $R_{m,t}$ dan $R_{m,t}^2$

Nilai $R_{m,t}$ dan $R_{m,t}^2$ dihitung berdasarkan pada nilai dari *return* pasar. Untuk data pasar digunakan Indeks LQ-45 dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}} \quad (1)$$

2. Menghitung nilai $R_{i,t}$

Nilai $R_{i,t}$ dihitung berdasarkan pada nilai dari *return* saham dengan menggunakan data saham LQ-45 dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

3. Menghitung nilai CSAD

Nilai CSAD dihitung menggunakan metode Chang, Cheng dan Kharona (2000) dengan rumus sebagai berikut:

$$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{i,t} - R_{m,t}| \quad (3)$$

Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi sederhana. Analisis regresi dilakukan untuk melihat hubungan variabel bebas (X) dan variabel (Y). Untuk melihat kehadiran perilaku *Herding*, maka dilakukan analisis regresi sederhana model kuadrat dalam persamaan berikut:

$$CSAD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN} |R_{m,t}^{DOWN}| + \gamma_2^{DOWN} (R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t \quad (4)$$

$$CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP} |R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP} (R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t \quad (5)$$

Kondisi pasar naik didefinisikan ketika *return* pasar positif, Kondisi pasar turun didefinisikan ketika *return* pasar negatif. Jika γ_2^{UP} bernilai negatif, hal ini mengindikasikan kehadiran perilaku *herding* saat kondisi pasar naik. Jika γ_2^{DOWN} bernilai negatif, maka diindikasikan adanya perilaku *herding* saat kondisi pasar turun.

5. Hasil Penelitian

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif kondisi pasar turun

Tabel 4. Statistik Deskriptif Kondisi Pasar Turun Periode 2013-2015

	CSAD	ABS_RMT	RMT2
Mean	0.001003	0.001730	5.63E-06
Maximum	0.004094	0.005854	3.43E-05
Minimum	4.81E-05	6.70E-05	4.00E-09
Std. Dev.	0.001027	0.001674	9.25E-06
Observations	17	17	17

Sumber: Hasil Penelitian, 2017 (Data Diolah)

Berdasarkan Tabel 4 menunjukkan bahwa selama pada periode Januari 2013 sampai Desember 2015 ada 17 bulan pengamatan dengan *return* pasar bernilai negatif yang digunakan untuk menggambarkan kondisi pasar turun dalam penelitian ini. Variabel *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) saat pasar turun memiliki nilai minimum 0,0000481 yaitu bulan Juni 2014, nilai maksimum 0,004094 yaitu bulan Agustus 2013 dan nilai rata-rata sebesar 0,001003 dengan standar deviasi 0,001027. Variabel *return* pasar (Abs Rmt) saat pasar turun memiliki nilai minimum 0,000067 yaitu bulan Oktober 2014, nilai maksimum 0,005854 yaitu pada bulan Agustus 2013 dan nilai rata-rata sebesar 0,001730 dengan standar deviasi 0,001674. Variabel *return* pasar (Rmt²) saat pasar turun memiliki nilai

minimum 0,000000004 yaitu pada bulan Oktober 2014, nilai maksimum 0,0000343 yaitu pada Agustus 2013 dan nilai rata-rata sebesar 0,00000563 dengan standar deviasi 0,00000925.

Analisis statistik deskriptif kondisi pasar naik

Statistik deskriptif kondisi pasar naik (*bullish*) digunakan untuk memberi gambaran umum data objek penelitian ketika *return* pasar bernilai positif. Hasil statistik deskriptif untuk seluruh variabel penelitian ketika pasar naik dapat dilihat pada Tabel 5 berikut:

Tabel 5. Statistik Deskriptif Kondisi Pasar Naik Periode 2013-2015

	CSAD	ABS_RMT	RMT2
Mean	0.000498	0.001722	4.15E-06
Maximum	0.001439	0.003906	1.53E-05
Minimum	2.50E-05	0.000440	1.94E-07
Std. Dev.	0.000332	0.001119	4.57E-06
Observations	19	19	19

Sumber: Hasil Penelitian, 2017 (Data Diolah)

Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan bahwa selama pada periode Januari 2013 sampai Desember 2015 ada 19 bulan pengamatan dengan *return* pasar bernilai positif yang digunakan untuk menggambarkan kondisi pasar naik dalam penelitian ini. Variabel *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) saat pasar naik memiliki nilai minimum 0,000025 yaitu bulan Oktober 2013, nilai maksimum 0,001439 yaitu bulan Maret 2015 dan nilai rata-rata sebesar 0,000498 dengan standar deviasi 0,000332. Variabel *return* Pasar (Abs Rmt) saat pasar naik memiliki nilai minimum 0,000440 yaitu bulan Maret 2015, nilai maksimum 0,003906 yaitu bulan Februari 2013 dan nilai rata-rata sebesar 0,001722 dengan standar deviasi 0,001119. Variabel *return* pasar ($R_{m,t}^2$) saat pasar naik memiliki nilai minimum 0,000000194 yaitu bulan Maret 2015, nilai maksimum 0,0000153 yaitu bulan Februari 2013, dan nilai rata-rata sebesar 0,00000415 dengan standar deviasi 0,00000457.

Analisis regresi

Analisis regresi kondisi pasar turun

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini dalam kondisi pasar turun adalah regresi sederhana dengan persamaan sebagai berikut:

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

Dari hasil pengolahan data dengan perangkat lunak Eviews 8 diperoleh hasil pada Tabel 6 berikut:

Tabel 6. Hasil Analisis Regresi Kondisi Pasar Turun Periode 2013-2015

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABS_RMT	-0.133352	0.436995	-0.305155	0.7647
RMT2	91.81339	79.08752	1.160909	0.2651
C	0.000716	0.000412	1.739003	0.1040

R-squared	0.387544	Mean dependent var	0.001003
Adjusted R-squared	0.300051	S.D. dependent var	0.001027
S.E. of regression	0.000859	Akaike info criterion	-11.12299
Sum squared resid	1.03E-05	Schwarz criterion	-10.97595
Log likelihood	97.54538	Hannan-Quinn criter.	-11.10837
F-statistic	4.429401	Durbin-Watson stat	1.177341
Prob(F-statistic)	0.032324		

Sumber: Hasil Penelitian, 2017 (Data Diolah)

Berdasarkan Tabel 6 persamaan regresi saat kondisi pasar turun dalam penelitian ini adalah :

$$CSAD_t^{DOWN} = 0,000716 - 0,133352|R_{m,t}^{DOWN}| + 91,81339(R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t \tag{6}$$

$CSAD_t^{DOWN}$ = Cross Sectional Absolute Deviation periode saat kondisi pasar turun

$R_{m,t}^{DOWN}$ = Return portofolio pasar periode t saat kondisi pasar turun

Hasil regresi sederhana dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

Nilai konstanta sebesar 0,000716 artinya apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}^{DOWN}|$ dan $R_{m,t}^2$) bernilai konstan atau nol, maka Cross Sectional Absolute Deviation (CSAD) bernilai 0,000716%. Nilai koefisien linier antara CSAD dan *return* pasar $|R_{m,t}^{DOWN}|$ sebesar -0,133352%. Nilai ini tidak signifikan dan negatif, serta menunjukkan CSAD menurun terhadap $|R_{m,t}^{DOWN}|$. Jika *return* pasar sebesar 1% maka CSAD akan menurun 0,133352%. Nilai koefisien non-linier antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar 91,81339. Nilai ini tidak signifikan dan positif artinya tidak menunjukkan indikasi adanya perilaku *herding* pada saham LQ-45 saat kondisi pasar turun (*bearish*).

Analisis Regresi Kondisi Pasar Naik

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini saat kondisi pasar naik adalah regresi sederhana dengan persamaan sebagai berikut:

$$CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP}|R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP}(R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t \tag{7}$$

Dari hasil pengolahan data dengan perangkat lunak eviews 8 diperoleh hasil pada table 7 berikut :

Tabel 7. Hasil Analisis Regresi Kondisi Pasar Naik Periode 2013-2015

Dependent Variable: CSAD				
Method: Least Squares				
Date: 07/11/17 Time: 15:43				
Sample: 2013M01 2015M12				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ABS_RMT	-0.561922	0.277484	-2.025060	0.0599
RMT2	108.3319	67.99241	1.593294	0.1307

C	0.001016	0.000223	4.564635	0.0003
R-squared	0.305180	Mean dependent var		0.000498
Adjusted R-squared	0.218327	S.D. dependent var		0.000332
S.E. of regression	0.000293	Akaike info criterion		-13.28662
Sum squared resid	1.38E-06	Schwarz criterion		-13.13749
Log likelihood	129.2229	Hannan-Quinn criter.		-13.26138
F-statistic	3.513767	Durbin-Watson stat		2.502455
Prob(F-statistic)	0.054323			

Sumber: Hasil Penelitian, 2017 (Data Diolah)

Berdasarkan Tabel 7 persamaan regresi saat kondisi pasar naik dalam penelitian ini adalah:

$$CSAD_t^{UP} = 0,001016 - 0,561922|R_{m,t}^{UP}| + 108,3319(R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t \quad (8)$$

$CSAD_t^{UP}$ = Cross Sectional Absolute Deviation periode saat kondisi pasar naik

$R_{m,t}^{UP}$ = Return portofolio pasar periode t saat kondisi pasar naik

Hasil regresi sederhana dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

Nilai konstanta sebesar 0,001016 artinya apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}^{UP}|$ dan $R_{m,t}^2$) bernilai konstan atau non, maka *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) bernilai 0,001016%. Nilai koefisien linier antara CSAD dan *return* pasar $|R_{m,t}^{UP}|$ sebesar -0,561922%. Nilai ini tidak signifikan dan negatif, serta menunjukkan CSAD menurun terhadap $|R_{m,t}^{UP}|$. Jika *return* pasar meningkat sebesar 1% maka CSAD akan menurun 0,561922%. Nilai koefisien non-linier antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar 108,3319. Nilai ini tidak signifikan dan positif artinya tidak menunjukkan indikasi adanya perilaku *herding* pada saham LQ-45 saat kondisi pasar turun (*bearish*).

5. Pembahasan

Perilaku herding saat kondisi pasar turun

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, menunjukkan bahwa perilaku *herding* tidak hadir pada Saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia dalam kondisi pasar turun. Hal ini dapat diketahui dari nilai koefisien non-linier (γ_2^{DOWN}) antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) pada saat kondisi pasar turun tidak signifikan sebesar 91,81339. Maka dapat disimpulkan bahwa ketika *return* pasar tidak signifikan, investor akan cenderung tidak mengikuti konsensus pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak ada indikasi perilaku *herding* pada Saham LQ-45 saat kondisi pasar turun (*bearish*) selama periode penelitian.

Hal ini menjelaskan bahwa investor pada Saham LQ-45 selama periode penelitian memiliki perilaku yang rasional dalam mengambil keputusan investasinya, dikarenakan informasi yang dibutuhkan oleh investor yang berkaitan dengan pergerakan harga saham di pasar dapat diakses dengan baik sehingga investor menjadikannya sebagai dasar analisis investasi. Bikchandani dan Sharma dalam (Dharmawan, 2015), mengungkapkan bahwa ketika memiliki keterbatasan informasi, investor cenderung mengikuti gerakan investor lain dalam mengambil keputusan investasi yang pada akhirnya akan mengabaikan signal miliknya dan mengikuti keputusan mayoritas (perilaku *herding*). Tidak terdeteksinya perilaku *herding* pada saham LQ-45 disebabkan karena tidak terjadi *market stress* yang berkepanjangan selama periode 2013-2015. Pada saat *market stress*, investor cenderung untuk menekan pemikiran mereka dan lebih mengikuti konsensus pasar, sehingga perilaku *herding* cenderung terjadi.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Ahsan & Sarkar, 2013), penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak terdapat perilaku *herding* pada *emerging market*, yaitu pada pasar saham Bangladesh. Tidak adanya perilaku *herding*

pada *emerging market* menggambarkan bahwa investor telah berperilaku rasional dalam membuat keputusan investasi berdasarkan informasi yang tersedia di pasar daripada mengikuti konsensus pasar. Penelitian ini juga di dukung oleh penelitian (Gamage & Thusari, 2016), yang menyatakan bahwa perilaku *herding* tidak hadir pada saat pasar turun di Bursa Efek Kolombo. Pada saat kondisi pasar turun, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Lan & Rose, 2011), yang menyatakan bahwa perilaku *herding* hadir secara signifikan pada saat pasar turun di Hong Kong.

Perilaku herding saat kondisi pasar naik

Selama periode penelitian, menunjukkan bahwa perilaku *herding* tidak hadir pada Saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia dalam kondisi pasar naik yaitu pada 15 bulan. Pada saat kondisi pasar naik, nilai koefisien non-linier antara CSAD dan *return* pasar (R_{mt}^2) sebesar 108,3319. Ketika koefisien (γ_2^{UP}) ini tidak signifikan, maka hal ini mengindikasikan tidak adanya perilaku *herding* pada saat kondisi pasar naik (*bullish*).

Hal ini juga menjelaskan bahwa investor pada Saham LQ-45 selama periode penelitian memiliki perilaku yang rasional dalam mengambil keputusan investasinya, dikarenakan informasi yang dibutuhkan oleh investor yang berkaitan dengan pergerakan harga saham di pasar dapat di akses dengan baik sehingga investor menjadikannya sebagai dasar analisis investasi. Pada saat kondisi pasar naik, penelitian ini sejalan dengan penelitian (Gunawan, Hari, Noer, & Rahman, 2011), yang menyatakan bahwa perilaku *herding* tidak terjadi pada saat kondisi pasar naik di Pasar Saham Indonesia dan Pasar Saham Asia Pasifik. Penelitian ini juga di dukung oleh penelitian (Gamage & Thusari, 2016), yang menyatakan bahwa perilaku *herding* tidak hadir pada saat pasar naik di Bursa Efek Kolombo.

Pada saat kondisi pasar naik, penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Lao & Shingh, 2011) yang membuktikan bahwa perilaku *herding* terjadi di Pasar Modal India saat kondisi pasar naik, yaitu investor yang berharap mendapatkan *return* positif dengan mengikuti konsensus pasar.

6. Kesimpulan dan saran

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, maka kesimpulan penelitian ini adalah: (1) Saat kondisi pasar turun (*bearish*) yaitu *return* pasar bernilai negatif, perilaku *herding* tidak hadir di Pasar Modal Indonesia. Selama pasar turun, tidak ditemukan adanya hubungan non-linier antara CSAD dan *return* secara signifikan. Hal ini terlihat pada saat pasar turun nilai koefisien non-linier antara CSAD dan *return* pasar (R_{mt}^2) tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa selama pasar turun pada periode pengamatan, investor di Pasar Modal Indonesia cenderung bertindak rasional dalam mengambil keputusan investasi. (2) Saat kondisi pasar naik (*bullish*) yaitu *return* pasar bernilai positif, perilaku *herding* tidak hadir di Pasar Modal Indonesia. Selama pasar naik, tidak ditemukan adanya hubungan non-linier antara CSAD dan *return* secara signifikan. Hal ini terlihat pada saat pasar naik nilai koefisien non-linier antara CSAD dan *return* pasar tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa selama pasar naik pada periode pengamatan, investor di Pasar Modal Indonesia cenderung bertindak rasional dalam mengambil keputusan investasi.

Saran

Dari analisis yang telah dilakukan dan kesimpulan yang diperoleh, maka saran yang dapat diberikan adalah: (1) Bagi investor sebaiknya juga menggunakan dan memperdalam analisis fundamental ketika membuat keputusan investasi. Hal ini dilakukan untuk mengimbangi analisis teknikal yang sudah dilakukan. (2) Bagi peneliti selanjutnya yang ingin meneliti perilaku *herding* diharapkan dapat menambah variabel lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini. Peneliti selanjutnya juga diharapkan dapat memperluas sektor atau indeks saham dan menambah sampel serta periode pengamatan agar penelitian terkait perilaku *herding* di Pasar modal Indonesia semakin berkembang. (3) Data harga saham yang diteliti diambil dengan menggunakan data bulanan. Disarankan pada peneliti selanjutnya perlu dipertimbangkan untuk menggunakan data secara harian, yang diharapkan data tersebut akan menjelaskan secara lebih akurat mengenai harga saham, dimana dengan jumlah data yang sangat banyak, disarankan apabila ingin menggunakan data harian, maka dapat mempersingkat periode penelitian.

References

- [1] Gunawan, Hari, Noer, & Rahman. (2011). Pendeteksian Perilaku Herding Pada Pasar Saham Indonesia Dan Asia Pasifik. *Forum Statistika Dan Komputasi*, 16, No. 2, 16-32.

- [2] Chasanah. (2015). *Analisis Pengaruh Perilaku Herding Investor Asing, Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan, Tingkat Inflasi, dan Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Pasar*. Universitas Diponegoro.
- [3] Ramadhan, & Muhammad. (2016). Deteksi Perilaku Herding Pada Pasar Saham Indonesia Dan Singapura. *Diponegoro Journal Of Management*, 5, No. 2, 1-9.
- [4] *IDX Fack Book 2016*. <http://idx.com>. Diakses pada 24 Januari 2017.
- [5] Shefrin. (2010). Behavioralizing Finance. *Foundations And Trends In Finance*, 4, No. 1-2, 1-184.
- [6] Chandra, M. (2012). *Pengukuran Dan Analisis Investasi Perilaku Herding Pada Saham IPO Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011*. Tesis, Universitas Sumatera Utara. Jakarta.
- [7] Nuffus M., & Wijaya, C. (2013). Analisis Perilaku Herding Pada Saham Kompas 100 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia 2008-2012. *FISIP Universitas Indonesia*, 1-20.
- [8] Chasanah. (2015). *Analisis Pengaruh Perilaku Herding Investor Asing, Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan, Tingkat Inflasi, dan Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Pasar*. Universitas Diponegoro.
- [9] Lao, & Shingh. (2011). Herding Behaviour In The Chinese And Indian Stock Market. *Journal of Asian Economics*, 22, No. 6, 495-506.
- [10] Tristantyo. (2014). *Analisis Perilaku Herding Berdasarkan Tipe Investor Dalam Kepemilikan Saham*. Skripsi, Universitas Diponegoro.
- [11] Golarzi, & Ziyachi. (2013). Study Of The Herding Behaviours Of Investor In The Tehran Stock Exchange (TSE): A Trading Volume Approach. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*, 5, No. 4, 196-206.