

---

## **ANALISIS PENDETEKSIAN PERILAKU HERDING PADA SAHAM LQ45**

**Eka Nuraini Rachmawati<sup>1</sup>**

<sup>1</sup>*Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Riau*

Email: [eka.nuraini@eco.uir.ac.id](mailto:eka.nuraini@eco.uir.ac.id)

**M. Agung Nugraha<sup>2</sup>**

<sup>2</sup>*Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Riau*

Email: [m.agungnugraha@student.uir.ac.id](mailto:m.agungnugraha@student.uir.ac.id)

**Raja Ria Yusnita<sup>3</sup>**

<sup>3</sup>*Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Riau*

Email: [rajaria16@eco.uir.ac.id](mailto:rajaria16@eco.uir.ac.id)

### **Abstrak**

Perilaku herding adalah perilaku irasional dari para investor yang memberikan pengaruh terhadap pembentukan harga pada pasar saham. Penelitian ini bertujuan untuk mendeteksi serta menganalisis perilaku herding pada bursa saham Indonesia khususnya pada indeks saham LQ45 pada periode 2018 – 2022. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa *return* saham dan *return* pasar yang diolah menjadi Cross Sectional Absolute Deviation (CSAD) untuk menguji tingkat penyebaran *return* saham yang akan diuji dengan regresi kuantil terhadap *return* pasar untuk mendeteksi indikasi perilaku herding. Hasil dalam penelitian ini adalah terdapat indikasi perilaku herding pada saham indeks LQ45 khususnya pada saat kondisi pasar high *return*. Dengan adanya indikasi perilaku *herding* ini menunjukkan bahwa terdapat perilaku investor yang tidak rasional dalam pengambilan keputusan investasi.

**Kata Kunci:** *Perilaku Herding, CSAD, Regresi Kuantil*

### **Abstract**

*Herding behavior is an irrational behavior of investors that influences the formation of prices in the stock market. This study aims to detect and analyze herding behavior on the Indonesian stock exchange, especially on the LQ45 stock index in the period 2018 – 2022. This study uses secondary data in the form of stock returns and market returns which are processed into Cross Sectional Absolute Deviation (CSAD) to test the level of spread of returns stocks to be tested with quantile regression on market returns to detect indications of herding behavior. The results of this study are indications of herding behavior on LQ45 index stocks, especially during high return market conditions. With this indication of herding behavior, it indicates that there is irrational investor behavior in making investment decisions*

**Keywords:** *Herding Behavior, CSAD, Quantile Regression*

## **PENDAHULUAN**

Pasar modal memiliki peran penting dalam perekonomian, termasuk di Indonesia. Keberadaannya membantu perusahaan memperoleh tambahan modal, sementara investor mendapatkan keuntungan berupa dividen dan *return*. Seiring meningkatnya pemahaman masyarakat tentang investasi, jumlah investor di pasar modal Indonesia terus bertambah.

Namun, dalam pengambilan keputusan investasi, tidak semua investor mengandalkan analisis fundamental dan teknikal. Banyak di antaranya justru mengikuti keputusan investor lain tanpa melakukan analisis sendiri, suatu fenomena yang disebut *herding* behavior. Perilaku ini bertentangan dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH), yang berasumsi bahwa investor bersikap rasional berdasarkan informasi yang tersedia.

*Herding behavior* dapat menguntungkan karena menghemat waktu dalam analisis, tetapi juga berisiko jika keputusan yang diikuti ternyata keliru. Fenomena ini lebih sering terjadi di pasar berkembang seperti Indonesia, di mana banyak investor belum memiliki kepercayaan diri terhadap analisis mereka sendiri.

Untuk memahami lebih dalam perilaku *herding* di pasar modal Indonesia, penelitian ini akan menganalisis perilaku investor terhadap saham dalam indeks LQ45, yang merupakan kumpulan saham likuid dengan kapitalisasi besar.

## **TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Saham**

Saham merupakan suatu bukti atau tanda atau bentuk kepemilikan baik itu seseorang maupun badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas (PT). Kepemilikan yang dimaksud yaitu kepemilikan modal dari suatu perusahaan itu sendiri. Saham memiliki bentuk fisik yaitu berupa lembaran kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas itu merupakan pemilik dari perusahaan yang menerbitkan sahamnya untuk umum.

Saham sendiri merupakan investasi yang mempunyai resiko lebih tinggi dibandingkan dengan instrument investasi lain seperti obligasi, deposito, tabungan berjangka, maupun emas. Akan tetapi, resiko tinggi juga memiliki imbal atau keuntungan yang tinggi pula atau dengan kata lain *high risk, high return*.

### **Behavior Finance**

*Behavioral Finance* merupakan penggabungan antara ilmu psikologi dan keuangan, karena kenyataannya psikologi serta ilmu keuangan tidak pernah terpisahkan. Teori ini bertentangan dengan teori keuangan pada umumnya yang menjelaskan bahwa perilaku asli dari para investor apabila dipengaruhi oleh psikologi dan emosi dapat sangat mengakibatkan bias, dikarenakan pengambilan keputusan dengan emosi atau psikologi dapat berakibat pada hasil yang kurang optimal. Jika hal ini terjadi dalam skala terbilang besar, maka akan berakibat pada kekacauan pasar yang disebut anomali pasar. Anomali pasar sendiri dapat mempengaruhi keuangan investor secara

individu, serta mengganggu keadaan ekonomi secara menyeluruh. Oleh karena itu, hal ini harus sangat – sangat dicegah, dengan cara peningkatan kesadaran dari dalam diri investor dalam hal perilaku dan psikologi.

Behavioral finance mulai dikenal oleh banyak pihak terutama oleh para akademisi karena Slovic (1969 dan 1972) mengemukakan bahwa terdapat aspek psikologi pada investasi dan pialang saham. Shefrin (2000) juga mendefinisikan *behavioral finance* merupakan studi yang mempelajari tentang bagaimana fenomena psikologi dapat mempengaruhi keuangan. Ritter (2000) dalam Dharmawan (2015) juga mengemukakan bahwa behavioral finance terdiri dari dua bagian yaitu, cognitive (cara manusia berpikir) dan limit to arbitrage (memanfaatkan pasar yang tidak efisien). Menurut Bodie, Kane, & Marcus (2009), menjelaskan ada dua pemikiran, bahwa para investor tidak akan selalu mendapatkan proses data dengan cara benar, sehingga terciptanya probabilitas distribusi yang salah terhadap prediksi imbal balik masa depan. Kedua, jika distribusi dalam keadaan yang sebenarnya, para investor cenderung akan membuat keputusan yang tidak optimal. Hal ini menguatkan bahwa para investor juga dapat mengambil keputusan secara tidak rasional, sehingga behavioural finance dapat dimasukkan kedalam pengambilan keputusan karena dapat menjadi faktor penggerak harga pasar.

### ***Return***

*Return* atau hasil investasi merupakan tingkatan keuntungan yang akan diperoleh oleh para investor dalam melakukan investasi. Terdapat dua jenis *return*, yaitu *return* realisasi, dan *return* ekspektasi.

*Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung dengan menggunakan data historis. *Return* realisasi digunakan dalam penilaian performa perusahaan dan dapat menjadi indikator dalam menilai *return* ekspektasi di masa depan. Sedangkan *return* ekspektasi sendiri adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang.

### **Indeks Saham**

Indeks merupakan kumpulan dari beberapa saham yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu yang dapat digunakan sebagai sarana tujuan berinvestasi. Karena banyaknya saham yang diterbitkan oleh perusahaan, maka dibuatlah indeks saham ini untuk memantau kinerja dari sebuah bursa secara umum. Indeks saham ini menjadi penting dikarenakan selain sebagai acuan bagi para investor, adanya indeks ini membantu investor dalam pengambilan keputusan apakah akan menjual, membeli, atau menahan suatu saham. Karena, dalam beberapa indeks tertentu telah melakukan seleksi ketat terhadap saham-saham berdasarkan ukuran kapitalisasi pasar serta likuiditasnya.

Indeks saham berfungsi sebagai indikator yang dapat menggambarkan kondisi pasar. Dengan adanya indeks, para investor dapat mengetahui pergerakan tren harga saham saat ini, misalkan bila suatu indeks bergerak naik, maka sebagian saham tergabung dalam indeks juga naik.

### ***Market Efficiency Hypothesis***

Market efficiency hypothesis adalah merupakan hipotesis dimana harga saham yang telah mencerminkan dari keseluruhan informasi yang telah tersedia. Fama (1970) menyatakan bahwa hipotesis pasar efisien terdiri dari tiga bentuk, yaitu:

a. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Efisiensi pasar dalam bentuk lemah adalah ketika apabila harga saham telah mencerminkan dari keseluruhan informasi yang dapat diturunkan dengan pengujian data perdagangan pasar berupa harga historis, volume perdagangan, serta bunga pinjaman. Dengan kata lain, pasar dikatakan lemah apabila seluruh harga tercermin secara penuh dari informasi yang ada pada masa lalu. Efisiensi pasar lemah ini berhubungan juga dengan teori Langkah acak (*random walk theory*) dimana informasi masa lalu tidak mempunyai hubungan dengan informasi yang akan terjadi pada masa mendatang atau masa sekarang. Hal Ini memberikan kesimpulan bahwa dalam pasar dalam bentuk lemah, para investor tidak akan dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan abnormal *return*.

b. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong Form*)

Pada efisiensi pasar dalam bentuk setengah kuat, harga saham pada pasar modal menggambarkan semua informasi yang dipublikasikan diantaranya seperti dividen, earning, serta pengumuman stock split dan penerbitan saham, bahkan sampai informasi mengenai kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan. Seluruh harga secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Apabila pasar dalam kondisi efisien bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang akan dapat menggunakan informasi yang telah dipublikasikan untuk mendapat abnormal *return* dalam jangka waktu yang terbilang lama.

c. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Didalam efisiensi pasar dalam bentuk kuat, harga pasar mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, termasuk informasi yang bersifat privat, atau hanya tersedia bagi orang dalam perusahaan. Dalam kondisi ini, tidak akan ada seseorang investor yang akan dapat memperoleh abnormal *return*, dikarenakan adanya *private information* atau informasi yang bersifat privat yang hanya diketahui oleh orang dalam yang bersifat rahasiannya karena alasan strategi.

### **Perilaku *Herding* (*Herding Behavior*)**

Perilaku *herding* atau *herding behavior* adalah salah satu bentuk dari tidak rasionalnya para investor dalam berinvestasi. Hal ini terjadi biasanya disebabkan oleh para investor yang tidak menggunakan analisis yang tepat dalam berinvestasi, serta pengambilan keputusan investasi dengan cara mengikuti keputusan dari investor lain yang mereka yakini lebih tepat dan telah melakukan analisis serta informasi yang akurat. Baneerje (1992) menyatakan bahwa, *herding behavior* adalah seperti semua orang melakukan apa yang kebanyakan orang lakukan, walaupun

informasi pribadi yang mereka terima adalah untuk melakukan sesuatu yang berbeda dari yang dilakukan kebanyakan orang pada umumnya.

Menurut Hwang dan Salmon (2004), ketika para investor melakukan herding, harga saham yang terdapat pada pasar saham tidak menggambarkan keadaan ekonominya, sehingga kesalahan dalam menetapkan harga akan dapat terjadi pada suatu saham karena adanya kekeliruan dalam penilaian *risk and return* yang diharapkan. Pengambilan keputusan investasi yang terjadi pada herding behavior dapat berasal dari luar dan dalam diri investor baik internal dan eksternal. Apabila para investor mengambil keputusan berdasarkan informasi atau mengikuti keputusan investasi dari investor lain yang telah lebih dahulu melakukan investasi, disebut sebagai herding behavior eksternal. Tapi apabila herding behavior terjadi karena adanya informasi atau hasil analisis dari fundamental perusahaan oleh investor itu disebut herding behavior internal.

### **Penyebab Perilaku *Herding***

Perilaku *herding* dapat terjadi karena kurangnya transparan informasi yang tersedia di pasar. Para investor sendiri merasa informasi yang dibutuhkan untuk membuat keputusan berinvestasi kurang memadai. Kremer dan Nautz (2012) mengatakan bahwa perilaku *herding* terjadi ketika pasar tidak transparan, yaitu apabila investor menghadapi ketidakpastian sumber informasi public dan menerima ketidakjelasan sinyal tentang perusahaan di masa depan.

Menurut penelitian – penelitian terdahulu, perilaku *herding* sebagian besar ditemukan pada negara-negara dengan pasar saham yang tergolong kedalam emerging market salah satunya seperti pasar saham Indonesia. Hal ini didukung dengan beberapa penelitian yang dilakukan Chang et al (1999), serta Messis dan Zapranis (2014) yang menyatakan bahwa perilaku *herding* terdapat pada emerging market. Dengan demikian, merupakan hal yang wajar apabila herding behavior dapat ditemukan di negara seperti Indonesia.

### **Dampak Perilaku *Herding***

Lao dan Shingh (2011) menyatakan bahwa ketika informasi seorang investor berdasarkan pada informasi yang kolektif daripada informasi pribadi, nilai fundamental dari saham bisa rendah. Selain itu, menurut Hwang dan Salmon (2004) dalam Golarzi dan Ziyachi (2003), menyatakan dampak perilaku *herding* yaitu munculnya fenomena – fenomena seperti peningkatan fluktuasi harga saham, jatuhnya harga, efek kalender, serta perbedaan *return* saham, dan tidak equilibrumnya antara harga dan variable fundamental menuju pada pasar yang tidak efisien.

Menurut Chang et.al (2000), jika *herding* terjadi, maka tingkat penyebaran dari imbal hasil saham akan meningkat lebih rendah dibandingkan kenaikan dari imbal hasil portofolio pasar atau tingkat penyebaran dari imbal hasil saham yang akan menurun walaupun imbal hasil portofolio pasar meningkat. Hwang dan Salmon (2004) menyatakan ketika *herding* terjadi, maka harga saham di pasar saham tidak mencerminkan keadaan ekonominya lagi, sehingga dapat terjadi kesalahan dalam penetapan harga saham dikarenakan bias dalam melihat resiko serta imbal hasil yang diharapkan. Sejak perilaku rasional pengambilan keputusan berinvestasi terganggu, maka hal ini meningkatkan volalitas pada pasar tersebut.

### **Pengukuran *Herding***

Chang, Cheng, & Kharona (2000) disingkat CCK memaparkan metode pengukuran *herding* yang merupakan pelebaran dari penemuan Christie dan Huang (1995). CCK mengukur tingkat dispersi saham menggunakan Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) dari *return* saham. Hubungan antara CSAD dan  $R_{m,t}$  digunakan untuk mendeteksi perilaku *herding*. Model ini merupakan model ekonometrika yang paling kuat untuk pengukuran disperse antara *return* saham dengan *return* pasar. Jika terjadi indikasi perilaku *herding* mengikuti sentimen pasar, maka *return* saham individual akan mengelompok pada sekitar *return* pasar, sehingga nilai deviasi antara *return* saham dan *return* pasar akan kecil. Dengan kata lain, *return* saham tidak terdeviasi jauh dengan *return* pasar. Dapat disimpulkan untuk mengukur nilai disperse (CSAD) antara *return* saham dengan *return* pasar, persamaannya sebagai berikut:

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

Keterangan:

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

$R_{m,t}$  = *return* pasar pada periode t

N = Jumlah perusahaan dalam sampel

Hubungan non-linear dari nilai disperse (CSAD) dengan *return* pasar ( $R_{m,t}$ ) juga mengindikasikan terjadinya perilaku *herding*. Maka dari itu digunakanlah analisis regresi non-linear untuk mengukur hubungan diantara keduanya. Akan tetapi perlu diingat bahwa CSAD bukan metode untuk mendeteksi perilaku *herding*, melainkan perilaku *herding* diidentifikasi melalui hubungan CSAD dan *return* pasar. Hubungan antara CSAD dan *return* pasar diukur menggunakan analisis regresi dengan persamaan kuadratik:

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

Keterangan:

$\alpha$  = Variabel intersept

$\gamma_1$  = Koefisien linear antara CSAD dengan *return* portofolio pasar

$\gamma_2$  = Koefisien non – linear antara CSAD dengan *return* portofolio pasar

$R_{m,t}$  = *Return* pasar dalam periode t

$\varepsilon_t$  = *standard error*

### Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan tujuan penelitian yang telah dipaparkan, maka dapat dirumuskan hipotesis pada penelitian ini adalah “Diduga Adanya perilaku *herding* pada indeks saham LQ45”.

## METODE PENELITIAN

### Desain Penelitian

Penelitian ini dapat tergolong kedalam penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang didapatkan secara tidak langsung atau melalui perantara. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harga saham dan data harga pasar saham Indonesia yang diakses melalui website harga saham dan investasi yaitu [www.investing.com](http://www.investing.com) secara online.

### Populasi Dan Sampel

Populasi data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data yang berasal dari emiten-emiten yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dalam penelitian ini didapatkan dengan metode *purposive sampling*. Pada penelitian ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan dengan market cap terbilang tinggi pada pasar saham Indonesia. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam periode 2018 – 2022.
2. Emiten yang terdaftar pada indeks LQ45 secara konsisten selama 5 tahun berturut-turut dalam periode 2018 – 2022.
3. Saham – saham yang dinilai aktif bergerak dalam periode penelitian dan segala data yang diperlukan dalam penelitian tersedia sesuai dengan periode penelitian.

**Tabel 1 Kriteria Sampel Penelitian**

<b>Kriteria</b>	<b>Jumlah Emiten</b>
Perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018 – 2022	<b>833</b>
Emiten yang tidak termasuk dalam LQ45 periode 2018 - 2022	<b>(762)</b>
Emiten yang tidak termasuk dalam LQ45 secara konsisten periode 2018 – 2022	<b>(48)</b>
<b>Jumlah Sampel</b>	<b>23</b>

Sumber : data olahan

Berdasarkan kriteria – kriteria tersebut, dari 833 perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI), terdapat 23 perusahaan atau emiten yang memenuhi kriteria sebagai sampel. Perusahaan yang akan menjadi sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 2 Sampel Penelitian Perusahaan**

No	Nama Perusahaan	Kode Saham
1	PT Adaro Energy Indonesia Tbk	ADRO
2	PT Aneka Tambang Tbk	ANTM
3	PT Astra Internasional Tbk	ASII
4	PT Bank Central Asia Tbk	BBCA
5	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI
6	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI
7	Bank Tabungan Negara Tbk	BBTN
8	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI
9	PT XL Axiata Tbk	EXCL
10	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP
11	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
12	PT Vale Indonesia Tbk	INCO
13	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
14	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	INTP
15	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF
16	PT Media Nusantara Citra Tbk	MNCN
17	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	PGAS
18	PT Bukit Asam Tbk	PTBA
19	PT Semen Indonesia Persero Tbk	SMGR

No	Nama Perusahaan	Kode Saham
20	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk	TLKM
21	PT United Tractors Tbk	UNTR
22	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR
23	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk	WIKA

Sumber : [www.investing.com](http://www.investing.com)

### **Teknik Pengumpulan Data**

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu teknik studi dokumen yang berjenis dokumen sekunder yaitu dokumen yang disampaikan oleh pihak ketiga ataupun pihak lain. Dokumen adalah data yang dikumpulkan yang berfungsi sebagai bukti atau keterangan. Pada penelitian ini, dokumen yang digunakan yaitu data harga saham Indonesia yang dapat diakses pada situs [www.investing.com](http://www.investing.com) yang akan digunakan sebagai data yang nantinya akan dianalisa sesuai dengan kebutuhan dari penelitian.

### **Teknik Analisis Data**

#### **a. Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif memberikan sebuah gambaran atau mendeskripsi suatu data yang dilihat dari nilai mean, standar deviasi, maksimum serta minimum. Tujuan dari hasil uji statistic deskriptif adalah untuk melihat bagaimana kualitas data penelitian yang ditunjukkan dengan angka atau nilai yang terdapat pada mean dan standar deviasi.

#### **b. Regresi kuantil (*Quantile Regression*)**

Regresi kuantil sangat dibutuhkan dalam penelitian ini dikarenakan adanya data yang tidak simetris sehingga menyebabkan data yang digunakan tidak terdistribusi dengan normal, maka dalam hal ini diperlukan alternatif agar data tidak bias. Regresi kuantil akan sangat berguna apabila distribusi data tidak homogen atau tergolong heterogen dan tidak berwujud standar seperti tidak simetris, atau adanya ekor dalam penyebaran data (*truncated distribution*). Dalam penelitian ini, regresi kuantil dapat digunakan sebagai metode untuk mendeteksi serta membedakan *herding behavior* dalam tiga jenis kondisi pasar yang berbeda yaitu pada saat pasar dalam keadaan *market stress*, normal, serta *high return*.

## **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

### **HASIL PENELITIAN**

#### **Analisis Deskriptif Data**

Pada penelitian ini data yang diperoleh merupakan data yang diolah untuk berbagai jenis variable yaitu *return* saham, *return* pasar, dan *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) untuk mendeteksi ada atau tidaknya indikasi perilaku *herding* pada saham LQ45.

Dalam analisis deskriptif penelitian ini, terdapat gambaran umum variabel yang telah diolah. Diperoleh dari data *return* pasar dan *return* saham pada bursa saham Indonesia. Deskripsi data untuk objek penelitian ini dapat dilihat dari tabel dibawah.

**Tabel 3 Deskriptif Data Penelitian**

	<b>CSAD</b>	<b>RMABS</b>	<b>RMSQ</b>
<b>Mean</b>	1,506323	0,746820	1,154535
<b>Median</b>	1,385652	0,550000	0,302500
<b>Maximum</b>	8,216087	10,19000	103,8361
<b>Minimum</b>	0,659565	0,000000	0,000000
<b>Std. Dev.</b>	0,550853	0,772842	4,025196
<b>Skewness</b>	2,935941	3,595320	15,98039
<b>Kurtosis</b>	24,67850	28,81246	364,8909
<b>Jarque-Bera</b>	25.642,18	36.497,73	6.709.314
<b>Probability</b>	0,000000	0,000000	0,000000
<b>Sum</b>	1.837,714	911,1200	1.408,533
<b>Sum Sq. Dev.</b>	369,8921	728,0907	19.750,48
<b>Observations</b>	1.220	1.220	1.220

Sumber : data sekunder olahan

Dalam penelitian ini dengan menggunakan regresi kuantil, *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) berperan sebagai variabel terikat memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 1,506323, standar deviasi sebesar 0,550853, dan jumlah keseluruhan 1.837,714. Data RMABS memiliki nilai rata – rata sebesar 0.746820 dimana nilai tersebut lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata – rata dari CSAD. Akan tetapi, RMABS memiliki standar deviasi yang lebih besar dibanding dengan CSAD, dengan nilai standar deviasi sebesar 0,746820, dengan jumlah keseluruhan data sebesar 911,1200. RMSQ memiliki rata – rata sebesar 1,154535, dengan nilai standar deviasi sebesar 4,025196, dan jumlah keseluruhan data sebesar 1.408,533.

### Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini regresi kuantil digunakan sebagai pengganti dari regresi linier berganda, karena data yang digunakan dalam penelitian ini sudah dikonfirmasi terbukti tidak berdistribusi normal. Pendeteksian ada atau tidaknya perilaku *herding* dilakukan dengan menguji

pengaruh dari *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) terhadap *return* pasar. Dalam penelitian ini dilakukan pengujian terhadap pasar saham negara Indonesia khususnya terhadap indeks saham LQ45. Dapat disimpulkan, pendeteksian perilaku *herding* dilakukan dengan menguji hubungan antara *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) terhadap *return* pasar Indonesia. Dalam penelitian ini, peneliti membagi kondisi pasar kedalam tiga keadaan yaitu pada saat *Market Stress*, Normal, dan *High Return*, dengan penjelasan pada saat keadaan Market Stress diasumsikan dengan kuantil 0.01 dan kuantil 0.05, lalu pada saat kondisi Normal diasumsikan dengan kuantil 0.5, sedangkan saat *High Return* diasumsikan dengan kuantil 0.95 dan 0.99.

**Tabel 4 Hasil Regresi Kuantil Data Penelitian**

Kondisi Pasar	Kuantil ke-	R-Squared		$\alpha$	$\gamma_1$	$\gamma_2$
<i>Market Stress</i>	0,01	0,049488	Koefisien	0,686891	0,156617	0,005603
			t hitung	25,67630	2,787120	0,365479
			Signifikansi	0	0,0054	0,7148
	0,05	0,069286	Koefisien	0,787727	0,200675	-0,007209
			t hitung	25,80538	3,136817	-0,361449
			Signifikansi	0	0,0017	0,7178
Normal	0,5	0,097973	Koefisien	1,212018	0,264606	0,009052
			t hitung	61,04313	8,546986	2,856516
			Signifikansi	0	0	0,0044
<i>High Return</i>	0,95	0,174268	Koefisien	1,922082	0,570313	-0,024036
			t hitung	20,33033	3,242475	-0,529806
			Signifikansi	0	0,0012	0,5963
	0,99	0,190246	Koefisien	2,559976	0,753953	-0,051952
			t hitung	15,60711	3,251875	-2,414446
			Signifikansi	0	0,0012	0,0159

Sumber : data sekunder olahan

Penelitian terhadap 23 emiten dalam indeks LQ45 menunjukkan indikasi perilaku *herding* di pasar saham Indonesia, terutama saat kondisi pasar *high return*, yang ditunjukkan oleh koefisien  $\gamma_2$  negatif dan signifikan pada kuantil 0,99. Ini mengindikasikan bahwa penyebaran *return* saham tidak meningkat lebih tinggi dibandingkan kenaikan *return* pasar, mencerminkan perilaku investor yang kurang rasional dan cenderung mengikuti konsensus pasar. Nilai koefisien  $\gamma_2$  yang semakin rendah dari kuantil 0,01 hingga 0,99 menunjukkan penurunan signifikan di bursa, dengan *herding* lebih jelas di kuantil tinggi. Nilai R-Squared menunjukkan bahwa pada kondisi market stress (kuantil 0,01 dan 0,05), *return* pasar hanya menjelaskan 4,95%-6,93% variansi penyebaran *return* saham, sedangkan pada kondisi normal (kuantil 0,5) kontribusinya meningkat menjadi 9,80%. Pada kondisi *high return* (kuantil 0,95 dan 0,99), variansi yang dijelaskan *return* pasar lebih tinggi, yaitu 17,43%-19,02%, menunjukkan pengaruh pasar yang lebih dominan terhadap perilaku investor.

## **Pembahasan**

Hasil penelitian yang dapat dilihat, disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tergolong kedalam sebaran data yang tidak normal. Dikarenakan sebaran data yang tidak normal, maka pengujian hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode regresi kuantil untuk menguji pengaruh *return* pasar terhadap *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD).

Hasil uji regresi kuantil dalam penelitian menunjukkan bahwa adanya perilaku *herding* pada para investor khususnya pada saham LQ45. Hal ini ditunjukkan dengan adanya pengaruh negatif dan signifikan *return* pasar kuadrat terhadap *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Kondisi pasar *High Return*, nilai koefisien  $\gamma_2$  bernilai negatif serta signifikan. Dapat dijelaskan pada kondisi tersebut maka tingkat dari penyebaran *return* saham tidak meningkat lebih tinggi apabila dibandingkan dengan kenaikan *return* pasar. Hal ini menjelaskan bahwa para investor dalam saham LQ45 memiliki perilaku yang tidak rasional. Investor kurang memanfaatkan informasi yang sudah ada dan cenderung lebih mengikuti konsensus pasar (investor lain).

Terindikasinya perilaku *herding* pada investor saham indeks LQ45 menunjukkan bahwa para investor saham Indonesia yang merupakan negara *emerging market* kurang mampu memanfaatkan informasi yang ada di bursa saham, dan kurang teredukasi dengan baik. Hal itu juga dikarenakan informasi yang ada pada bursa saham negara *emerging market* seperti Indonesia bisa dikatakan lumayan susah untuk diakses, sehingga edukasi yang kurang baik dan informasi yang kurang tersedia, para investor tidak dapat mengambil keputusan secara tepat dan selalu mengikuti consensus pasar atau investor lain.

Penelitian ini sesuai dengan penelitian dari Chang et al (2000), yang menyatakan bahwa perilaku *herding* cenderung terjadi pada negara *emerging market*. Pada saat kondisi pasar tidak efisien, pengetahuan investor terhadap informasi fundamental perusahaan sangat terbatas, sehingga memungkinkan para investor untuk mengambil keputusan berdasarkan sinyal yang lain. Dengan ketersediaan informasi mengenai pasar yang kurang tersedia juga dapat mempengaruhi keyakinan investor terhadap analisisnya. Hal itu sesuai dengan pendapat Andersson (2009) yang menyatakan bahwa informasi yang lebih baik dan lebih jelas dapat meningkatkan keyakinan investor terhadap analisisnya dan mengabaikan keputusan dari investor lain.

Terdapat indikasi perilaku *herding* pada investor saham-saham LQ45 pada saat kondisi *high return* dikarenakan pada saat kondisi *high return* banyak para investor berperilaku tidak rasional sehingga melakukan perilaku *herding*. Dengan kondisi *high return* memungkinkan para investor menjadi lebih tidak waspada terhadap resiko yang akan terjadi dikarenakan beranggapan bahwa apapun keputusan yang diambil akan mendatangkan keuntungan juga. Oleh karena itu para investor banyak yang melakukan perilaku *herding* karena tidak ingin menganalisa secara individu, dan merasa lebih mudah apabila mengikuti analisa yang ada atau mengikuti konsensus pasar. Maraknya individu maupun kelompok yang memberikan sinyal saham juga menjadi penyebab terjadinya perilaku *herding*. Hal itu membuat banyak dari para investor yang semakin tidak ingin melakukan analisa secara individu, karena informasi saham apa yang hendak diinvestasikan sudah tersedia dari analisa orang lain. Pada saat kondisi *high return* juga membuat informasi dari investor pemberi sinyal saham itu juga menjadi semakin akurat. Hal inilah yang sangat mendorong

kepercayaan dari para investor lain untuk mengambil keputusan mengikuti analisa dari investor tersebut. Kondisi inilah yang mendorong perilaku *herding* terjadi pada saat kondisi pasar *high return*. Kondisi *high return* dapat membuat para investor menjadi tidak rasional dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Banyaknya keraguan dari para investor terhadap kondisi pasar saham dalam *high return* juga membuat perilaku *herding* terjadi. Kondisi *high return* juga mengakibatkan isu-isu maupun berita yang beredar sangat berdampak pada kenaikan suatu saham. Hal ini juga banyak membuat para investor hanya mengikuti isu-isu serta berita yang beredar saja dalam pengambilan keputusan berinvestasi, yang membuat perilaku *herding* semakin banyak terjadi.

Pada penelitian sebelumnya mengenai analisis perilaku *herding* pada bursa saham, seperti pada penelitian Nuffus M dan Wijaya (2013), Ramadhan dan Mahfud (2016), tidak terdapat indikasi perilaku *herding* pada bursa saham Indonesia. Namun hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Gunawan, Wijayanto, Azam, dan La Ode, (2011), Noviliya dan Prasetiono (2017), bahwa terdapat indikasi perilaku *herding* pada bursa saham Indonesia.

## PENUTUP

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dijelaskan di bab sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa perilaku *herding* terdapat pada investor saham LQ45. Hal ini membuktikan bahwa investor pada saham LQ45 cenderung berperilaku tidak rasional dalam pengambilan keputusan berinvestasi, khususnya pada kondisi pasar *high return*, yang dikarenakan investor belum mendapatkan informasi yang cukup untuk menganalisa pasar dan mengambil keputusan secara individu, sehingga membuat para investor mengikuti konsensus pasar atau investor lain.

### Keterbatasan

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Dalam penelitian ini hanya meneliti tentang perilaku *herding* yang merupakan bagian dari bidang ilmu *behavioral finance*. Perilaku rasional serta tidak irasional dari para investor yang akan berdampak pada efisiensi pasar juga dapat dipengaruhi dari berbagai sikap serta tindakan selain perilaku *herding*. Apabila variabel selain perilaku *herding* juga diteliti, maka akan memungkinkan dapat memberikan dampak perubahan kearah yang lebih rasional lagi bagi para investor untuk kedepannya.
2. Pada penelitian ini menggunakan data *time series* dengan jumlah data sebanyak 1.220 data yang hanya dari indeks saham LQ45. Akan lebih akurat serta signifikan bagi hasil penelitian apabila data yang dimasukkan ditambah seperti data dari indeks saham yang lain, atau juga saham dari negara lain, sehingga ada perbandingan diantaranya.

### Saran

Saran dalam penelitian ini berdasarkan keterbatasan yang telah dijabarkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

1. Beberapa perbaikan yang dilakukan untuk penelitian selanjutnya yaitu dapat menambah variabel lain yang terdapat dalam *behavioral finance* selain perilaku *herding* yang juga dapat mempengaruhi efisiensi pasar.
2. Untuk penelitian berikutnya, sebaiknya menambah objek penelitian yang tidak hanya menggunakan saham-saham pada indeks LQ45 saja, melainkan dapat menggunakan atau menambah saham-saham dari indeks lain seperti Kompas100, IDX30, atau juga dapat menambah saham-saham dari negara lain yang memiliki status yang sama sebagai contoh beberapa negara berkembang seperti Indonesia, dan Malaysia. Hal ini dilakukan agar terdapat adanya perbandingan diantara kedua objek yang akan diteliti.
3. Bagi para investor pada saham Indonesia khususnya LQ45, sebaiknya lebih memperdalam ilmu analisis saham seperti analisis fundamental, analisis teknikal, dan hal – hal yang mempengaruhi pergerakan harga saham, serta mengumpulkan informasi yang akan berguna serta relevab dengan pengambilan keputusan yang akan dibuat. Karena informasi yang telah didapatkan semakin banyak, maka investor akan melakukan perilaku yang rasional (tidak terjadi perilaku *herding*) sehingga pasar akan lebih efisien.
4. Bagi pihak bursa saham sebaiknya selalu memberikan pelatihan dan penyuluhan yang mendalam terkait dengan investasi saham kepada masyarakat yang awam akan hal itu. Hal ini dapat mengakibatkan perilaku *herding* yang terjadi pada investor dapat berkurang.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Banerjee, A. V. 1992. A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797–817.
- Bodie Z, Kane A, dan Markus AJ. 2005. Investasi. Dalimunthe Z, Wibowo B, penerjemah; Jakarta : Salemba Empat. Terjemahan dari : Investments
- Chang, E.C., 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.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. 1995. Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market. *Financial Analysts Journal*, 51 (4), 31–37.
- Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of the Theory. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383–417.
- Hwang, S., & Salmon, M. 2004. Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, 11 (4), 585–616.
- Kremer, S & Nautz, D. 2012. Causes and consequences of Short-Term Institutional Herding. JEL Classification: G11, G24, C23
- Lao, & Shingh. 2011. Herding Behaviour In The Chinese And Indian Stock Market. *Journal of Asian Economics*, 22 (6) 495-506.
- Messis, P., & Zapranis, A. 2014. Herding behaviour and volatility in the Athens Stock Exchange. *Journal of Risk Finance*, 15 (5), 572–590.

- 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.
- Shefrin, H., & Statman, M. 2000. Behavioral Portfolio Theory. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35 (2), 127.
- Slovic, P. 1969. Analyzing the expert judge: A descriptive study of a stockbroker's decision process. *Journal of Applied Psychology*, 53 (4),
- Ritter, J. R. 2003. Behavior Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11 (4). 429-437