

Analisis Perilaku *Herding* Berdasarkan Kondisi Pasar Dengan Asimetri Informasi Sebagai Variabel Pemoderasi

Putu Wira Sugiantara¹

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Indonesia

*Correspondences: wira_sugiantara@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian bertujuan untuk mendeteksi terjadinya perilaku *herding* secara keseluruhan maupun pada kondisi pasar naik atau kondisi pasar turun. Penelitian menambahkan asimetri informasi sebagai variabel pemoderasi. Penelitian ini menggunakan metode *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Total sampel pada penelitian ini adalah 661 perusahaan dengan 242 hari pengamatan. Hasil penelitian ini menemukan secara umum pada tahun 2020 *herding* terjadi pada Bursa Efek Indonesia. *Herding* juga ditemukan pada kondisi pasar naik namun hal berbeda ditemukan pada kondisi pasar turun yakni tidak ditemukannya *herding*. Menariknya, penelitian ini menemukan bahwa asimetri informasi merupakan merupakan variabel moderasi yang memperkuat terjadinya *herding*.

Kata Kunci: *Herding*; Kondisi Pasar Naik dan Turun; Asimetri Informasi.

Herding Behavior Analysis Based on Market Conditions With Information Asymmetry As Moderating Variable

ABSTRACT

The research aims to detect the occurrence of *herding* behavior as a whole as well as in up market conditions or down market conditions. The study added information asymmetry as a moderating variable. This study uses the *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) method. The total sample in this study was 661 companies with 242 days of observation. The results of this study found that generally in 2020 *herding* occurred on the Indonesia Stock Exchange. *Herding* was also found in up market conditions but different things were found in down market conditions, namely *herding* was not found. Interestingly, this study found that information asymmetry is a moderating variable that strengthens the occurrence of *herding*.

Keywords: *Herding*; Up and Down Market Condition; Information Asymetri.

Artikel dapat diakses: <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/index>



e-ISSN 2302-8556

Vol. 32 No. 3
Denpasar, 26 Maret 2022
Hal. 721-734

DOI:
10.24843/EJA.2022.v32.i03.p13

PENGUTIPAN:

Sugiantara, P. W. (2022).
Analisis Perilaku *Herding*
Berdasarkan Kondisi Pasar
dengan Asimetri Informasi
Sebagai Variabel Pemoderasi.
E-Jurnal Akuntansi,
32(3), 721-734

RIWAYAT ARTIKEL:

Artikel Masuk:
25 Januari 2022
Artikel Diterima:
19 Maret 2022

PENDAHULUAN

Perilaku *herding* merupakan anomali yang terjadi pada perilaku keuangan (*behavioral finance*) yang membantah konsep hipotesis pasar efisien. Hipotesis pasar efisien mengasumsikan bahwa setiap investor dalam pengambilan keputusan investasinya bersifat rasional berdasarkan informasi yang diterimanya (Shah *et al.*, 2017). Seorang investor tidak selalu bertindak rasional dibawah tekanan risiko dan ketidakpastian, investor tersebut akan dipengaruhi faktor psikologi dan perilaku yang tidak menentu dan membuatnya mengambil keputusan yang irasional (Pradikasari & Isbanah, 2018).

Perilaku *herding* terjadi secara sengaja maupun tidak sengaja atau palsu (Bikhchandani & Sharma, 2001). Fenomena *herding* didasari dengan adanya bias pada saat pengambilan keputusan. Investor sebagai pengambil keputusan investasi mengalami peningkatan jumlah investor secara signifikan. Peningkatan jumlah investor di Indonesia pada tahun 2020 ditampilkan pada Tabel 1.

Tabel 1. Pertumbuhan Investor Tahun 2020

No.	Bulan	Jumlah SID	Perkembangan ^(*)	
			Jumlah	(%)
1.	Desember 2019	2.484.354		
2.	Januari 2020	2.554.191	69.837	3
3.	Februari 2020	2.613.274	128.920	5
4.	Maret 2020	2.679.039	194.685	8
5.	April 2020	2.747.334	262.980	11
6.	Mei 2020	2.814.142	329.788	13
7.	Juni 2020	2.920.373	436.019	18
8.	Juli 2020	3.022.366	538.012	22
9.	Agustus 2020	3.136.969	652.615	26
10.	September 2020	3.276.881	792.527	32
11.	Oktober 2020	3.398.974	914.620	35
12.	November 2020	3.615.019	1.130.665	40
13.	Desember 2020	3.880.753	1.396.399	56

*Perkembangan dihitung dari Desember 2019

Sumber: KSEI News Edisi 64 dan *Press Release* No 114/BEISPR/12-2020

Berdasarkan Tabel 1. tentang pertumbuhan investor yang ada di Indonesia sampai dengan akhir 2020 adalah 3.880.753 orang atau meningkat 56% dibandingkan dengan Desember tahun 2019. Pertumbuhan jumlah investor yang pesat dipaparkan oleh *Chief Economist & Investment Strategist* PT. Manulife Aset Manajemen Katarina Setiawan yang menyebutkan pertumbuhan investor didukung banyaknya aktivitas dari rumah dan mudahnya platform trading yang tersedia namun juga harus memperhatikan risiko *herd mentality* yang akan terjadi apabila investor baru tersebut sekedar ikut-ikutan tanpa edukasi terlebih dahulu (Safitri, 2021). Hal yang sama dipaparkan dari berita Kontan Investasi yang membahas dampak peningkatan jumlah investor ritel baru tanpa diimbangi edukasi terkait pasar modal akan menyebabkan kecenderungan investor baru terjebak di harga saham atas euforia dan terlibat *herding* (Rahmawati, 2021). Penelitian sebelumnya yang mengaitkan peningkatan jumlah investor dengan *herding behavior* adalah Mendez & Jose (2021) yang menemukan *herding* terwujud selama wabah Covid-19 di pasar saham Australia yang dimana terjadi peningkatan signifikan jumlah investor.

Faktor penyebab perilaku *herding* telah diteliti oleh beberapa penelitian terdahulu. Penelitian oleh Rahayu *et al.*, (2019) menemukan perilaku *herding* terjadi disebabkan adanya risiko pasar dan ketidakpastian tingkat perusahaan, ketidakpastian pasar, kondisi pasar yang ekstrem, risiko volatilitas tinggi, terjadinya krisis ekonomi/keuangan, keadaan pasar yang menurun. Penelitian oleh Zakirullah & Rahmawati (2020) yang meneliti faktor penyebab *herding* secara personal investor menemukan bahwa keberanian mengambil risiko, rendahnya kepercayaan diri dan kurangnya kesadaran (*lack of awareness*) akan pasar modal akan memicu adanya perilaku *herding*. Chiang & Zheng (2010) memaparkan jika para investor melakukan *herding* akan menyebabkan perubahan harga saham yang akan berimplikasi pada return dan risiko aset tersebut. Hal tersebut akan mengakibatkan *asset price* melenceng dari nilai fundamentalnya dan tidak merefleksikan informasi dari kondisi fundamental perusahaan yang sebenarnya.

Kondisi pasar modal merupakan salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya perilaku *herding*. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh (Chang *et al.*, (2000) yang menemukan perilaku *herding* cenderung terjadi selama periode pergerakan pasar yang ekstrim (*market stress*) pada pasar modal negara berkembang. Hal yang sama ditemukan oleh Gunawan *et al.*, (2011) yang menyimpulkan pasar saham Indonesia terindikasi *herding* yang disebabkan tingginya volatilitas pasar. Penelitian oleh Liem & Sukamulja (2017) menemukan 37 saham terindikasi perilaku *herding* pada kondisi pasar naik-turun, 36 saham terindikasi perilaku *herding* pada abnormal volatilitas. Hasil berbeda ditemukan oleh Ramadhan & Mahfud (2016) dimana tidak terdeteksi *herding* di Pasar Modal Indonesia, hal ini diduga dikarenakan waktu penelitian tidak terjadi pergerakan harga yang ekstrim. Penelitian oleh Fransiska *et al.*, (2018) menemukan tidak terindikasi adanya *herding* di saham-saham LQ45 selama periode 2014-2016.

Kondisi pasar menurut Tandelilin (2001:261) dibagi menjadi dua yakni kondisi pasar naik dan kondisi pasar turun. Berdasarkan gambar pergerakan IHSG selama tahun 2020, IHSG mengalami penurunan yang sangat tinggi dari 6.061 ke 4.160 atau sebesar 31,4% selama awal Februari sampai dengan akhir April 2020. IHSG mengalami kenaikan yang tinggi selama Oktober sampai dengan Desember sebesar 18,8%.



Gambar 1. Pergerakan IHSG Tahun 2020

Sumber: Stockbit, 2021

Penelitian perilaku *herding* pada kondisi pasar naik dilakukan oleh Tjahjono & Wulandari (2019) yang menemukan saham-saham *blue chip* terdeteksi *herding* pada tahun 2015 dan 2018 pada kondisi pasar naik sedangkan saham-

saham non blue chip terindikasi herding hanya pada tahun 2015. Hasil yang sama ditemukan oleh Noviliya & Prasetyono (2017) dimana perilaku herding ditemukan pada Pasar Modal Indonesia yang tergolong dalam emerging market pada kondisi pasar naik. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Koputra & Anom (2019) yang menemukan tidak terjadinya herding pada saham dalam sector infrastruktur, utilitas dan transportasi pada periode 2013-2017 dalam kondisi pasar naik. Hasil yang sama ditemukan oleh Pasaribu & Sadalia (2018) saat kondisi pasar naik pada periode Januari 2013 sampai Desember 2015 tidak ditemukan adanya perilaku herding di Pasar Modal Indonesia.

Penelitian perilaku herding pada kondisi pasar turun dilakukan oleh Rizal & Damayanti (2019) yang meneliti indikasi perilaku herding pada Jakarta Islamic Index menemukan bahwa terjadi perilaku herding pada saat pasar modal mengalami penurunan yang menandakan investor cenderung mengikuti keputusan investor lain pada saat kondisi pasar turun. Hal yang sama ditemukan oleh Anggara & Mustafa (2020) yang meneliti perilaku herding dalam 9 sektor yang ada di IHSG dalam waktu 2013-2019. Penelitian ini menemukan terjadi perilaku herding di 9 sektor yang diteliti pada saat terjadi kondisi pasar yang menurun.

Perkembangan metode pendeteksian herding diawali dengan digunakannya metode cross-sectional dispersion dari return saham. Pencetus metode cross-sectional dispersion adalah Christie & Huang (1995) yang menggambarkan bahwa perilaku herding dapat dilihat dengan rational asset pricing model terutama saat periode market stress dan pada saat pergerakan harga yang tinggi dan tidak wajar (volatilitas tinggi). Metode pendeteksian herding kemudian berkembang, metode sebelumnya diberikan tambahan dengan melihat hubungan non-linier antara nilai dispersi dengan return pasar yang akan menggambarkan kondisi market stress, metode ini disebut cross-sectional absolute dispersion yang ditemukan oleh (Chang *et al.*, 2000).

Penelitian mengenai herding di Indonesia yang dijadikan referensi penelitian ini adalah penelitian Komalasari (2016), Ramadhan & Mahfud (2016); Fransiska *et al.*, (2018), Pasaribu & Sadalia (2018), Rizal & Damayanti (2019). Penelitian ini mereplikasi penelitian Komalasari (2016). Hal yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah digunakannya harga harian saat penutupan untuk seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2020 dimana penelitian sebelumnya hanya terbatas pada saham-saham LQ45. Penambahan unsur kondisi pasar yakni kondisi pasar naik dan kondisi pasar turun dalam mendeteksi herding juga dilakukan untuk mengetahui lebih detail pada saat kapan herding bisa terjadi.

Penggunaan asimetri informasi sebagai variabel pemoderasi disebabkan adanya indikasi bahwa herding behavior terjadi dikarenakan adanya perbedaan dalam informasi yang dimiliki oleh setiap investor (Bikhchandani & Sharma, 2001). Adanya perbedaan hasil penelitian mengenai asimetri informasi dengan perilaku herding juga menjadi alasan digunakannya asimetri informasi sebagai variabel pemoderasi. Hal ini diteliti oleh Chang *et al.*, (2000) dimana hasil penelitiannya menemukan bahwa pada tingkat perubahan harga yang tinggi para investor cenderung melakukan herding, saat inilah asimetri informasi memiliki peran untuk mempengaruhi keputusan yang diambil oleh investor sehingga

untuk mau mengikuti investor lainnya. Hal yang sama ditemukan oleh Komalasari (2016) yang menyatakan semakin tingginya ketimpangan informasi yang diterima oleh investor maka akan meningkatkan perilaku untuk mencontoh keputusan investasi orang lain. Namun hasil penelitian ini dibantah oleh Kremer & Nautz (2013) dalam penelitiannya yang berjudul *On The Causes and Consequences of Short-Term Herding by Institutional Traders*, yang menemukan herding tidak dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi.

Adanya ekspektasi yang tinggi terhadap *return* dan menghindari risiko kerugian menyebabkan para investor menggunakan segala cara termasuk meniru penuh keputusan investasi orang lain yang dianggap memiliki informasi ataupun kemampuan dalam menghasilkan *return* yang tinggi. Venezia (2010) dengan menggunakan *Granger Causality* menemukan hasil bahwa *return* harapan yang tinggi dapat mempengaruhi perilaku investor untuk meniru investor lain.

H₁: Terdapat indikasi perilaku *herding* secara umum pada saham-saham Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun 2020.

Perilaku *herding* dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar. Salah satu kondisi pasar yang biasanya terjadi adalah kondisi pasar turun. Berdasarkan teori prospek, dihadapkan dengan pilihan berisiko yang mengarah pada kerugian, individu cenderung untuk mencari risiko dan lebih memilih solusi yang mengarah pada utilitas yang diharapkan lebih rendah selama memiliki potensi untuk menghindari kerugian. Adem (2020) yang menemukan *herding* terjadi saat kondisi pasar saham Istanbul mengalami penurunan. *Herding* ini dipengaruhi oleh banyaknya investor yang melakukan jual atau beli saham tidak berdasarkan fundamental namun hanya berdasarkan *crowd psychology*.

Perubahan kondisi pasar selain mengalami penurunan juga terdapat kondisi pasar naik. Saat kondisi pasar naik, investor berlomba-lomba untuk mendapatkan keuntungan yang sebanyak mungkin, disini sering sekali terjadi perilaku irasional seperti pemilihan saham yang akan diinvestasikan tanpa melihat fundamental perusahaan dan justru tergiur rekomendasi investor lain yang belum tentu kebenarannya sehingga pada akhirnya mengikuti saran investor tersebut.

H₂: Terdapat indikasi perilaku *herding* pada Indeks Harga Saham Gabungan saat kondisi pasar naik ataupun turun.

Berdasarkan *signaling theory*, manajemen perusahaan diharuskan memberi petunjuk untuk investor terkait pandangan manajemen pada prospek perusahaan untuk masa mendatang. Ketidakseimbangan informasi yang didapat antara satu pihak dengan pihak yang lainnya maka akan menimbulkan asimetri informasi. Dibawah ketidakpastian, investor cenderung berpikir bahwa investor yang mendapatkan informasi akan lebih menghasilkan keputusan yang lebih baik sehingga mendorong mereka mengikuti tindakan yang diambil oleh investor yang mendapatkan informasi tersebut. (Komalasari, 2016) menemukan asimetri informasi menguatkan kemungkinan terjadi perilaku *herding* dan menyiratkan asimetri informasi merupakan keharusan syarat agar terjadi *herding*.

H₃: Asimetri informasi memperkuat terjadinya perilaku *herding* di segala kondisi pasar.

METODE PENELITIAN

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* pasar sebagai variabel bebas, *herding behavior* sebagai variabel terikat ditambahkan dengan asimetri informasi sebagai variabel pemoderasi. Sumber data yang digunakan untuk penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara atau dicatat pihak lain (Sugiyono, 2019). Data sekunder dalam penelitian ini adalah harga saham harian pada saat penutupan yang terdaftar pada Indeks Harga Saham Gabungan periode 2 Januari 2020 sampai dengan 30 Desember 2020.

Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 716 emiten selama periode pengamatan. Jumlah tersebut dikurangi emiten mendapatkan *suspend* dari IDX sebanyak 20 emiten dan emiten yang tergolong saham pasif sebanyak 35 emiten. Teknik penentuan sampel pada penelitian ini adalah teknik *purposive sampling*. Total sampel selama waktu pengamatan berjumlah 661 sampel.

Tabel 2. Penentuan Sampel

No.	Kriteria Penentuan Sampel	Jumlah
1	Emiten yang terdaftar di Indonesia Stock Exchange sampai dengan 31 Desember 2020	716
2	Emiten yang terkena <i>suspend</i> oleh IDX	(20)
3	Emiten pasif (dilihat dari transaksi selama 3 bulan kurang dari 75)	(35)
Jumlah Sampel		661

Sumber: www.idx.com, 2021

Analisis regresi yang digunakan adalah model *moderating regression analysis* (MRA). Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berikut ini adalah analisis statistik deskriptif yang diperoleh dari Tabel 3: Variabel *herding behavior* yang ditunjukkan dengan memiliki nilai minimum 0,015 yaitu tanggal 13 November 2020, nilai maksimum 0,091 yaitu tanggal 26 Maret 2020 dan nilai rata-rata 0,025 dengan standar deviasi 0,077. Variabel *return* pasar absolut (Abs Rmt) memiliki nilai minimum 0,000 yaitu tanggal 10 Januari 2020, nilai maksimum 0,101 yaitu tanggal 26 Maret 2020 dan nilai rata-rata 0,011 dengan standar deviasi 0,012. Variabel *return* pasar kuadrat (Rmt²) memiliki nilai minimum 0,000 yaitu tanggal 10 Januari 2020, nilai maksimum 0,010 yaitu tanggal 26 Maret 2020 dan nilai rata-rata 0,000 dengan standar deviasi 0,000. Variabel asimetri informasi (SPREAD) memiliki nilai minimum -0,209 yaitu tanggal 20 Maret 2020, nilai maksimum 0,343 yaitu tanggal 19 Maret 2020 dan nilai rata-rata 0,104 dengan standar deviasi 0,050.

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

	N	Nilai Minimum	Nilai Maksimal	Nilai Rata-Rata	Deviasi Standar
<i>Herding Behavior</i>	242	0,015	0,091	0,025	0,077
Abs Rmt	242	0,000	0,101	0,011	0,012
Rmt Kuadrat	242	0,000	0,010	0,000	0,000
Asimetri Informasi	242	-0,209	0,343	0,104	0,050

Sumber: Data Penelitian, 2021

Berdasarkan Uji Normalitas menunjukkan bahwa asymp.sig (2-tailed) sebesar 0,103 lebih besar dari level of significant (0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel dalam penelitian ini berdistribusi normal.

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas

	<i>Unstandardized Residual</i>
Asymp.Sig. (2-Tailed)	0,103

Sumber: Data Penelitian, 2021

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF
Abs Rmt	0,219	4,561
Rmt Kuadrat	0,237	4,222
Asimetri Informasi	0,816	1,225

Sumber: Data Penelitian, 2021

Berdasarkan Tabel 5, menunjukkan bahwa nilai *tolerance* masing-masing variabel lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam regresi tersebut tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig.	Keterangan
Rmt abs	0,577	Bebas Heteroskedastisitas
Rmt kuadrat	0,680	Bebas Heteroskedastisitas
Asimetri Informasi	0,207	Bebas Heteroskedastisitas
Rmt kuadrat * Asimetri Informasi	0,338	Bebas Heteroskedastisitas

Sumber: Data Penelitian, 2021

Berdasarkan Tabel 6, tingkat signifikansi semua variabel berada diatas 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi bebas dari masalah heterokedastisitas.

Tabel 7. Hasil Uji Regresi Kondisi Pasar Keseluruhan

Model	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	t	Sig.
	B	Std. Error			
(Constant)	0,020	0,001		31,491	0,000
Rmt Abs	0,427	0,038	0,697	11,383	0,000
Rmt ²	-5,270	0,997	-0,569	-5,285	0,000
AI	-0,004	0,006	-0,026	0,648	0,518
Rmt ² *AI	-18,696	5,049	-0,368	-3,703	0,000
R Square	0,808				
Adjusted R Square	0,805				
F	249,507				
Signifikansi F.	0,000				

Sumber: Data Penelitian, 2021

Analisis regresi *moderated regression analysis* secara matematis ditulis dengan persamaan sebagai berikut.

$$Y = \alpha + \beta_1 |Rmt| + \beta_2 (Rmt^2) + \beta_3 AI + \beta_4 AI * Rmt^2 + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Berdasarkan Tabel 7. maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut.

$$Y = 0,020 + 0,427 Rmt Abs - 5,270 Rmt^2 - 0,004 AI - 18,696 Rmt^2 * AI$$

Penjelasan persamaan, nilai konstanta sebesar 0,020 menunjukkan bahwa jika *return market absolut*, *return market* kuadrat, asimetri informasi dan interaksi

return market kuadrat dengan asimetri informasi bernilai konstan, maka akan mengakibatkan *herding* meningkat sebesar 0,020 satuan. Nilai koefisien regresi *return market* absolut sebesar 0,427 menunjukkan apabila *return market* absolut mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami peningkatan sebesar 0,427 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien regresi *return market* kuadrat sebesar -5,270 menunjukkan apabila *return market* kuadrat mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 5,270 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien regresi asimetri informasi sebesar -0,004 menunjukkan apabila asimetri informasi mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 0,004 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi sebesar -18,696 menunjukkan apabila interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 18,696 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap.

Tabel 8. Hasil Uji Regresi Kondisi Pasar Naik

Model	Unstandardized		Standardized	t	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std. Error			
(Constant)	0,019	0,000		40,903	0,000
Rmt Abs	-0,129	0,057	-0,182	-2,242	0,027
Rmt ²	-29,591	2,318	-3,252	-12,764	0,000
AI	0,002	0,004	0,010	0,490	0,625
Rmt ² *AI	42,288	3,116	4,296	13,569	0,000
RSquare		0,956			
Adjusted R Square		0,955			
F		669,304			
Signifikansi F.		0,000			

Sumber: Data Penelitian, 2021

Analisis regresi *moderated regression analysis* secara matematis ditulis dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y \text{ Up} = \alpha + \beta_1 |R_{\text{mt}} \text{UP}| + \beta_2 R_{\text{mt}}^2 \text{ Up} + \beta_3 \text{ AI Up} + \beta_4 R_{\text{mt}}^2 \text{ Up} * \text{ AI Up} + \varepsilon \dots \dots (2)$$

Berdasarkan Tabel 8, maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut.

$$Y = 0,019 - 0,129 \text{ Rmt Abs} - 29,591 \text{ Rmt}^2 + 0,002 \text{ AI} + 42,288 \text{ Rmt}^2 * \text{ AI}$$

Penjelasan persamaan, nilai konstanta sebesar 0,019 menunjukkan bahwa jika *return market absolut*, *return market* kuadrat, asimetri informasi dan interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi bernilai konstan, maka akan mengakibatkan *herding* meningkat sebesar 0,019 satuan. Nilai koefisien regresi *return market* absolut sebesar -0,129 menunjukkan apabila *return market* absolut mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 0,129 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien regresi *return market* kuadrat sebesar -29,591 menunjukkan apabila *return market* kuadrat mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 29,591 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien regresi asimetri informasi sebesar 0,002 menunjukkan apabila asimetri informasi mengalami kenaikan satu satuan, maka

herding akan mengalami kenaikan sebesar 0,002 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi sebesar 42,288 menunjukkan apabila interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami peningkatan sebesar 42,288 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap.

Tabel 9. Hasil Uji Regresi Kondisi Pasar Turun

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error			
(Constant)	0,020	0,001		29,861	0,000
Rmt Abs	-0,247	0,097	-0,439	-2,547	0,012
Rmt ²	14,186	2,015	1,539	7,353	0,000
AI	0,003	0,006	0,026	0,495	0,622
Rmt ² *AI	-33,972	3,833	-2,825	-8,862	0,000
R Square			0,821		
Adjusted R Square			0,815		
F			126,367		
Signifikansi F.			0,000		

Sumber: Data Penelitian, 2021

Analisis regresi *moderated regression analysis* secara matematis ditulis dengan persamaan sebagai berikut.

$$Y_{Down} = \alpha + \beta_1 |R_{m,t} \text{Down}| + \beta_2 Rmt^2 \text{Down} + \beta_3 AI \text{Down} + \beta_4 Rmt^2 \text{Down} * AI \text{Down} + \varepsilon \dots (3)$$

Berdasarkan Tabel 9, maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut.

$$Y = 0,020 - 0,247 Rmt \text{ Abs} + 14,186 Rmt^2 + 0,003 AI - 33,972 Rmt^2 * AI$$

Penjelasan persamaan di atas adalah sebagai berikut: Nilai konstanta sebesar 0,020 menunjukkan bahwa jika *return market absolut*, *return market* kuadrat, asimetri informasi dan interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi bernilai konstan, maka akan mengakibatkan *herding* meningkat sebesar 0,020 satuan. Nilai koefisien regresi *return market* absolut sebesar -0,247 menunjukkan apabila *return market* absolut mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 0,247 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien regresi *return market* kuadrat sebesar 14,186 menunjukkan apabila *return market* kuadrat mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami peningkatan sebesar 14,186 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien regresi asimetri informasi sebesar 0,003 menunjukkan apabila asimetri informasi mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami kenaikan sebesar 0,003 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap. Nilai koefisien interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi sebesar -33,972 menunjukkan apabila interaksi *return market* kuadrat dengan asimetri informasi mengalami kenaikan satu satuan, maka *herding* akan mengalami penurunan sebesar 33,972 satuan dengan asumsi variabel independen lainnya bernilai tetap.

Koefisien determinasi (*adjusted R square*) sebesar 0,808 mempunyai arti bahwa 80,8 persen variansi dari *herding* behavior dipengaruhi oleh *return* pasar

dan asimetri informasi, sedangkan 19,2 persen dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian.

Hasil perhitungan uji F menunjukkan signifikansi lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti model dikatakan mampu memprediksi observasi karena sesuai dengan data yang digunakan. Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 7. diperoleh nilai t hitung Rmt2 sebesar -5,285 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat dikatakan Rmt2 signifikan terhadap variabel herding. Nilai koefisien Rmt2 sebesar -5,270, tanda negatif dalam angka tersebut mengindikasikan arah hubungan yang berlawanan atau negatif. Rmt2 yang bersifat negatif signifikan ini menunjukkan adanya perilaku herding sehingga hipotesis pertama diterima.

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 8. diperoleh nilai t hitung Rmt2 pada kondisi pasar naik sebesar -12,764 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat dikatakan Rmt2 pada kondisi pasar naik signifikan terhadap variabel herding. Nilai koefisien Rmt2 pada kondisi pasar naik sebesar -29,591, tanda negatif dalam angka tersebut mengindikasikan arah hubungan yang berlawanan atau negatif. Rmt2 pada kondisi pasar naik yang bersifat negatif signifikan ini menunjukkan adanya perilaku herding. Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 9 diperoleh nilai t hitung Rmt2 pada kondisi pasar turun sebesar 7,353 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat dikatakan Rmt2 pada kondisi pasar turun signifikan terhadap variabel herding. Nilai koefisien Rmt2 pada kondisi pasar turun sebesar 14,186, tanda positif dalam angka tersebut mengindikasikan arah hubungan yang searah atau positif. Rmt2 pada kondisi pasar turun yang bersifat positif signifikan ini menunjukkan tidak adanya perilaku herding. Berdasarkan kedua hasil tersebut kedua kondisi pasar tidak mengalami herding, hanya pada kondisi pasar naik saja terdeteksi terjadi herding sehingga hipotesis dua ditolak.

Berdasarkan hasil uji regresi pada Tabel 7., asimetri informasi memiliki nilai signifikan sebesar 0,518 yang nilainya diatas 0,05 sehingga β_3 bernilai tidak signifikan. Nilai signifikansi dari interaksi Rmt2*AI sebesar 0,000 yang nilainya lebih kecil dari 0,05 sehingga β_4 bernilai signifikan. Dengan β_3 bernilai tidak signifikan dan β_4 bernilai signifikan dapat disimpulkan bahwa asimetri informasi merupakan moderasi murni. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa koefisien regresi Rmt2 bernilai negatif dan koefisien regresi interaksi Rmt2*AI bernilai negatif maka dapat diartikan bahwa asimetri informasi memperkuat pengaruh Rmt terhadap herding sehingga hipotesis tiga diterima. Berdasarkan hasil analisis data, memang benar terjadi perilaku herding pada saham-saham Indeks Harga Saham Gabungan pada tahun 2020 yang ditandai dengan return market kuadrat berpengaruh negatif signifikan terhadap herding sehingga H_1 diterima.

Hasil penelitian ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Gunawan *et al.*, (2011) yang menyimpulkan pasar saham Indonesia terindikasi herding yang disebabkan tingginya volatilitas pasar. Penelitian oleh Liem & Sukamulja (2017) menemukan 37 saham terindikasi perilaku herding pada kondisi pasar naik-turun, 36 saham terindikasi perilaku herding pada abnormal volatilitas. Venezia *et al.*, (2011) dengan menggunakan granger causality menemukan hasil bahwa return

harapan yang tinggi dapat mempengaruhi perilaku investor untuk meniru investor lain.

Hasil berbeda ditemukan oleh Ramadhan & Mahfud (2016) dimana tidak terdeteksi herding di Pasar Modal Indonesia, hal ini diduga dikarenakan waktu penelitian tidak terjadi pergerakan harga yang ekstrim.

Berdasarkan hasil analisis data, pada kondisi pasar naik terdeteksi terjadinya perilaku herding yang ditandai dengan Rmt2Up bernilai negatif signifikan sedangkan pada kondisi pasar turun tidak terdeteksi perilaku herding yang ditandai dengan Rmt2 Down bernilai positif signifikan sehingga H₂ ditolak.

Kondisi pasar naik merupakan suatu kenaikan yang terjadi di pasar modal ditandai dengan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) mampu menembus diatas harga (indeks pasar) sebelumnya. Selama tahun 2020 terjadi 127 hari kondisi pasar naik. Kondisi pasar yang mengalami kenaikan ini dipergunakan oleh investor untuk mendapatkan keuntungan yang semaksimal mungkin dengan risiko serendah mungkin. Keadaan ini sesuai dengan teori prospek dimana pada saat investor dihadapkan posisi untung, investor akan bersifat risk averse atau menghindari risiko sehingga keuntungan yang didapatkan maksimal. Hal inilah yang diduga memicu timbulnya perilaku herding pada kondisi pasar naik.

Penemuan perilaku herding pada kondisi pasar naik mendukung penelitian yang dilakukan oleh Lao & Singh (2011) menemukan herding terjadi di Bursa Saham India ketika kondisi pasar naik. Herding pada kondisi pasar naik disebabkan tingginya minat investor institusional asing pada perusahaan keuangan India yang mengakibatkan naik pasar saham India, namun kenaikan ini tidak diikuti dengan keputusan fundamental yang kuat dari investor retail.

Kondisi pasar turun merupakan suatu penurunan yang terjadi di pasar modal ditandai dengan penurunan harga-harga saham (indeks pasar) menembus dibawah harga (indeks pasar) sebelumnya. Selama tahun 2020 terjadi 115 kondisi pasar turun. Tidak terdeteksinya perilaku herding pada kondisi pasar turun pada periode pengamatan menunjukkan investor bersikap rasional dalam mengambil keputusan investasinya.

Penemuan perilaku herding pada kondisi pasar naik mendukung penelitian yang dilakukan oleh Adem (2020) yang menemukan herding terjadi saat kondisi pasar saham Istanbul mengalami penurunan. Herding ini dipengaruhi oleh banyaknya investor yang melakukan jual atau beli saham tidak berdasarkan fundamental namun hanya berdasarkan crowd psychology.

Berdasarkan hasil analisis data didapatkan asimetri informasi merupakan variabel moderasi murni hubungan return market terhadap perilaku herding. Secara keseluruhan, adanya asimetri informasi sebagai variabel pemoderasi memperkuat hubungan antara return market dengan perilaku herding.

Asimetri informasi terjadi ketika ada ketidakseimbangan informasi antar investor. Secara teori, pengaruh asimetri informasi terhadap terjadinya perilaku herding ditandai pada β_2 (return market kuadrat) dan β_4 (interaksi return market kuadrat dengan asimetri informasi). Koefisien β_2 dan β_4 seharusnya bernilai negatif signifikan sehingga dapat dinyatakan asimetri informasi memperkuat terjadinya herding

Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Komalasari (2016) yang menemukan asimetri informasi menguatkan kemungkinan terjadi perilaku

herding dan menyiratkan asimetri informasi merupakan keharusan syarat agar terjadi *herding*.

SIMPULAN

Berdasarkan analisis data dan pembahasan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut: Terdeteksi adanya perilaku *herding* oleh investor pada Bursa Efek Indonesia secara keseluruhan yang ditunjukkan dengan R_{mt}^2 negatif signifikan terhadap *herding*. Perilaku *herding* ditemukan pada kondisi pasar naik, hal ini menunjukkan pada kondisi pasar naik investor ingin lebih memaksimalkan keuntungannya dengan risiko seminimal mungkin yakni dengan cara melakukan *herding*. Asimetri informasi secara keseluruhan kondisi pasar merupakan variabel moderasi murni dan bersifat memperkuat terbentuknya perilaku *herding*.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris serta hasil analisis yang telah dilakukan, maka peneliti memberikan saran sebagai berikut: Penelitian ini hanya terbatas pada kondisi pasar secara keseluruhan, kondisi pasar naik, kondisi pasar turun dan asimetri informasi. Diharapkan untuk penelitian selanjutnya dapat mendeteksi perilaku *herding* dengan menggunakan metode *Vector Auto Regression* (VAR) yang hasilnya lebih spesifik yakni mengetahui tipe investor yang melakukan *herding* baik itu investor domestik maupun investor asing. Bagi investor terutama investor baru agar mengurangi kepercayaan dan tidak mengikuti informasi-informasi yang diberikan oleh para "pompom" saham, *influencer* maupun ajakan teman. Pelajari saham yang akan dibeli melalui *annual report* emiten sehingga kita tau dan yakin pada keputusan yang diambil.

REFERENSI

- Adem, A. M. (2020). Asymmetrical Herding In The Up And Down Market : An Empirical Analysis From Istanbul Stock Exchange Asymmetrical Herding In The Up And Down Market : An Empirical Analysis From Istanbul Stock Exchange. February. *IOSR Journal of Economics and Finance*. 11(1), 19-39.
- Anggara, A., & Mustafa, M. H. (2020). Does Herding Behavior Exist in the IDX Sectoral Indices. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 5(8), 642-648. <https://doi.org/10.38124/ijisrt20aug253>
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, 47(3), 279-310.
- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An Examination of Herd Behavior In Equity Markets: An International Perspective. *Journal of Banking & Finance*. 24(10), 1651-1679. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00096-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00096-5)
- Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking and Finance*, 34(8), 1911-1921. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.014>
- 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. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n4.1918>
- Fransiska, M., Sumani, S., Willy, W., & Pangestu, S. (2018). Herding Behavior in Indonesian Investors. *International Research Journal of Business Studies*, 11(2), 129-143. <https://doi.org/10.21632/irjbs.11.2.129-143>

- Gunawan, G., Wijayanto, H., Achسانی, N. A., Ode, L., & Rahman, A. (2011). Pendeteksian Perilaku Herding Pada Pasar Saham Indonesia Dan Asia Pasifik (Detection of Herding Behavior on Indonesia and Asia Pacific Stock Market). *Forum Statistika Dan Komputasi*, 16(2), 16–23.
- Komalasari, P. T. (2016). Information Asymmetry and Herding Behavior. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 13(1), 70–85. <https://doi.org/10.21002/jaki.2016.04>
- Koputra, T., & Mahadwartha, P. A. (2021). Herding Behavior Detection: Bullish and Bearish Cases. *Proceedings of the 18th International Symposium on Management (INSYMA 2021)*. 180, 11–15. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210628.003>.
- Kremer, S., & Nautz, D. (2013). Causes and consequences of short-term institutional herding. *Journal of Banking and Finance*, 37(5), 1676–1686. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.006>
- Lao, P., & Singh, H. (2011). Herding behaviour in the Chinese and Indian stock markets. *Journal of Asian Economics*, 22(6), 495–506. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2011.08.001>
- Liem, W. K. A., & Sukamulja, J. S. (2017). Perilaku Herding Pada Indeks Sektoral Dan Saham-Saham Terpilih. *Mycological Research*, 9, 207–221.
- Mendez, C. E., & Arias, J. (2021). COVID-19 effect on herding behaviour in European capital markets. *Finance Research Letters*, 38, 1-6. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101787>
- Noviliya, H. S., & Prasetiono. (2017). Analisis Pendeteksian Herding Behaviour Pada Bursa Saham Emerging dan Developed Market Asia (Negara Indonesia, China, Singapura dan Jepang) Tahun 2012-2016. *Diponegoro Journal of Management*. 6(3), 1-11.
- Pasaribu, H. Z., & Sadalia, I. (2018). Analisis Perilaku Herding Investor Pada Saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia. *Talenta Conference Series: Local Wisdom, Social, and Arts (LWSA)*, 1(2), 408–418. <https://doi.org/10.32734/lwsa.v1i2.215>
- Pradikasari, E., & Isbanah, Y. (2018). Pengaruh Financial Literacy, Illusion of Control, Overconfidence, Risk Tolerance, dan Risk Perception Terhadap Keputusan Investasi Pada Mahasiswa di Kota Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 6(4), 424–434.
- Rahayu, A. D., Putra, A., Oktaverina, C., & Ningtyas, R. A. (2019). Analisis Faktor Faktor Determinan dan Perilaku Herding Di Pasar Saham. *IMAGE: Jurnal Riset Manajemen*. 8(2), 45–59.
- Rahmawati, W. T. (2021). Investor Muda Meningkatkan, BEI Menekankan Pentingnya Edukasi Tentang Pasar Modal. Retrieved from: <https://investasi.kontan.co.id/news/investor-muda-meningkat-bei-menekankan-pentingnya-edukasi-tentang-pasar-modal>. [cited 2021 April 24]
- Ramadhan, T., & Mahfud, M. K. (2016). Deteksi Perilaku Herding pada Pasar Saham Indonesia dan Singapura Tahun 2011-2015. *Diponegoro Journal of Management*, 5(2), 1–9.
- Rizal, N. A., & Damayanti, M. K. (2019). Herding Behavior in the Indonesian Islamic Stock Market. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 5(3),

- 673–690. <https://doi.org/10.21098/jimf.v5i3.1079>
- Safitri, K. (2021). Menyikapi Kenaikan Investor Ritel, Apa Saja yang Perlu Diperhatikan. Retrieved from: <https://money.kompas.com/read/2021/02/23/104929726/menyikapi-kenaikan-investor-ritel-apa-saja-yang-perlu-diperhatikan>. [cited 2021 April 20]
- Shah, M. U. D., Shah, A., & Khan, S. U. (2017). Herding behavior in the Pakistan stock exchange: Some new insights. *Research in International Business and Finance*, 42, 865–873. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.022>
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan Kombinasi (Mixed methods)*. Bandung: Alfabeta
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama Cetakan Pertama*. Yogyakarta: BPFE
- Tjahjono, N. A., & Wulandari, P. P. (2019). Analisis Perilaku Herding Pada Saham Blue Chips dan Non-Blue Chips Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 7(2), 1-11.
- Venezia, I., Nashikkar, A., & Shapira, Z. (2011). Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1599–1609. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.015>
- Zakirullah, Z., & Rahmawati, S. (2020). Faktor-Faktor Yang Berkontribusi Terhadap Perilaku Herding Pada Investor Saham Ritel Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 5(1), 1–23.