

Analisis *Herding Behavior* di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2020

Dinda Prasetya Dewi¹

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Indonesia

*Correspondences: dindaprasetya17@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian bertujuan menganalisis *herding behavior* di pasar modal Indonesia sebagai emerging market yang mengalami volatilitas IHSG yang tinggi sepanjang tahun 2020. Analisis *herding behavior* berlangsung dalam tiga periode pasar: (a) sepanjang periode 2020 dengan 242 tanggal amatan (233 setelah *outliers* dikeluarkan), (b) kondisi *bearish* (turun) dengan 59 tanggal amatan (51 setelah *outliers* dikeluarkan), dan (c) kondisi *bullish* (naik) dengan 183 tanggal amatan. Sampel terdiri atas 36 perusahaan yang diambil dari anggota indeks LQ-45 periode Agustus 2019-Januari 2020, Februari 2020-Juli 2020, dan Agustus 2020-Januari 2021. *Herding behavior* diidentifikasi melalui analisis regresi dan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Hasil penelitian tidak menunjukkan adanya *herding behavior* selama periode pengamatan yang berarti investor menetapkan keputusan investasi dengan mempertimbangkan informasi yang tersedia.

Kata Kunci: *Herding; Cross Sectional Absolute Deviation*

Analysis of Herding behavior on the Indonesia Stock Exchange in 2020

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze *herding behavior* in the Indonesian capital market as an emerging market which has experienced high JCI volatility throughout 2020. The analysis of *herding behavior* takes place in three market periods: (a) throughout the 2020 period with 242 observation dates (233 after the outliers were removed), (b) *bearish* (down) conditions with 59 observation dates (51 after the outliers were removed), and (c) *bullish* (rising) conditions with 183 observation dates. The sample consisted of 36 companies taken from members of the LQ-45 index for the periods August 2019-January 2020, February 2020-July 2020, and August 2020-January 2021. *Herding behavior* was identified through regression analysis and the *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) method. The results of the study did not show any *herding behavior* during the observation period, which means that investors make investment decisions by considering the available information.

Keywords: *Herding; Cross Sectional Absolute Deviation*

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



e-ISSN 2302-8556

Vol. 33 No. 1
Denpasar, 26 Januari 2023
Hal. 258-269

DOI:
10.24843/EJA.2023.v33.i01.p19

PENGUTIPAN:
Dewi, D. P. (2023). Analisis *Herding Behavior* di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2020. *E-Jurnal Akuntansi*, 33(1), 258-269

RIWAYAT ARTIKEL:
Artikel Masuk:
25 April 2022
Artikel Diterima:
12 Juni 2022

PENDAHULUAN

Herding behavior adalah suatu kondisi di mana investor mendasarkan keputusan investasinya pada sentimen pasar atau keputusan investor lain, daripada mengikuti analisis atau informasi yang dimilikinya sendiri (Hwang & Salmon, 2004). Perilaku ini disebut sebagai tindakan irasional sebab cenderung dilakukan ketika investor menetapkan sebuah keputusan dengan dipengaruhi oleh karakteristik psikologis, seperti kepanikan, ketakutan, dan emosi (Pasaribu & Sadalia, 2018). Investor yang melakukan *herding behavior* mempercayai bahwa dengan mengikuti keputusan investor yang mereka yakini, akan membawa mereka pada keputusan investasi dengan risiko rendah (Fransiska *et al.*, 2018). Menurut Christie & Huang (1995), *herding behavior* kerap terjadi bersamaan dengan adanya pergerakan harga (volatilitas) yang tinggi, dan pergerakan harga (volatilitas) yang tinggi sering kali hadir dalam *emerging market*. Oleh karena itu, *herding behavior* cenderung terindikasi pada negara-negara yang tergolong dalam *emerging market* (Chang *et al.*, 2000). Mendukung pernyataan tersebut, indikasi *herding behavior* ditemukan oleh Batmunkh *et al.* (2020) pada *Mongolian Stock Exchange* (MSE) dan Luu & Luong (2020) pada *Taiwan Stock Exchange* (TAIEX), yang keduanya tergolong dalam *emerging market*.

Indonesia sebagai salah satu *emerging market* mengalami penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang cukup tinggi pada awal tahun 2020 (Halisa & Annisa, 2020). Fakhri Hilmi selaku Deputy Komisioner Pengawasan Pasar Modal II OJK, menjelaskan bahwa penurunan IHSG yang terjadi adalah pengaruh faktor-faktor eksternal, seperti perang harga minyak, penurunan suku bunga oleh Bank Sentral Amerika Serikat *Federal Reserve (The Fed)*, dan wabah COVID-19 (Ramli, 2020). Namun, faktor yang paling mempengaruhi pergerakan IHSG sepanjang tahun berasal dari merebaknya wabah COVID-19 yang memicu penurunan sentimen investor terhadap pasar sehingga timbul kecenderungan pasar bergerak ke arah negatif (Nasution *et al.*, 2020). Sepanjang tahun 2020, IHSG terus bergerak volatil. Kondisi ini mengharuskan investor untuk mempertimbangkan informasi yang tersedia secara terbatas di pasar modal berdasarkan keyakinan pribadinya (Espinosa-Méndez & Arias, 2021). Dalam kondisi ini pula, investor memiliki kecenderungan untuk menentukan keputusan investasi berdasarkan *signal* dari perilaku investor lain yang dianggapnya lebih memiliki informasi, daripada melakukan analisis fundamental secara pribadi yang akhirnya bermuara pada *herd* (Muharam *et al.*, 2021).

Beberapa pihak beranggapan bahwa pasar bersifat cukup efisien. Pasar modal yang efisien adalah pasar modal dimana harga-harga sekuritasnya mampu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia (Fama, 1970). Bukti empiris tenggelamnya kapal Titanic pada tahun 1912 sering digunakan sebagai indikasi efisiensi pasar modal di Amerika. Kejadian ini menunjukkan bahwa kerugian nilai saham setara dengan kerugian rata-rata pada perusahaan yang bertanggung jawab atas kapal Titanic. Ilustrasi tersebut menggambarkan pelaku pasar mengolah informasi yang sama sehingga mendapatkan *return* yang sama pula (Goetzmann, 2016).

Berhubungan dengan efisiensi pasar, Ismiyanti *et al.* (2021) menyebutkan *herding behavior* sebagai salah satu faktor penyebab pasar menjadi tidak efisien. *Herding behavior* akan mempengaruhi pembentukan harga saham sekaligus *return*

dan risiko suatu aset yang dimiliki (Candraningrat, 2018). Hal tersebut kemudian akan menyebabkan terjadinya *mispicing* atau harga saham tidak sesuai dengan nilai fundamental sekaligus tidak mencerminkan kondisi fundamental perusahaan sesungguhnya. Ketika penyimpangan harga saham dari nilai fundamentalnya terjadi dalam kurun waktu yang lama, maka dapat timbul berbagai krisis keuangan, *bubbles*, hingga jatuhnya saham (*stock crashes*) (Indars *et al.*, 2019; Wardani, 2021).

Efficient market hypothesis (EMH) mengungkapkan bahwa setiap keputusan investasi selalu didasari oleh rasionalitas serta pertimbangan atas informasi mengenai pasar yang diterima (Noviliya & Prasetyono, 2017). Berlawanan dengan EMH, pada praktiknya investor sering melakukan tindakan irasional seperti *herding behavior* di bawah pengaruh pasar yang tidak efisien (*limits to arbitrage*) dan faktor psikologis (*cognitive psychology*) (Ye *et al.*, 2020). Keduanya mampu mempengaruhi proses pengambilan keputusan dan lebih lanjut ditinjau melalui perspektif *behavioral finance*. *Behavioral finance* lahir melalui penelitian yang dilakukan para ahli pada bagaimana korelasi antara psikologis manusia dengan pasar, hasilnya ditemukan adanya anomali dan bias sebagai cerminan bahwa pelaku pasar tidak selamanya bersikap rasional (Baker *et al.*, 2017). Perspektif *behavioral finance* menjelaskan sebagian besar anomali di pasar modal yang belum mampu dijelaskan oleh *efficient market hypothesis*, seperti *herding behavior* yang akan dikaji dalam penelitian ini (Woo *et al.*, 2020). *Herding behavior* merupakan salah satu aplikasi penting dari *behavioral finance* dan memainkan peran besar dalam pergerakan pasar (Liu *et al.*, 2019).

Penelitian ini berkontribusi sebagai literatur *herding behavior* dengan mendokumentasikan bukti *herding behavior* pada pasar saham Indonesia sebagai *emerging market* selama tahun 2020 sebagai tahun dengan volatilitas yang cukup tinggi. Analisis *herding behavior* selama tahun 2020 akan terbagi menjadi tiga periode berbeda, yaitu sepanjang periode tahun 2020, pasar *bearish* (turun), dan pasar *bullish* (naik). Pasar *bearish* (turun) merupakan keadaan dimana harga cenderung melemah yang ditandai dengan *return* pasar bernilai rendah. Sebaliknya, pasar *bullish* (naik) adalah keadaan dimana harga cenderung menguat yang ditandai dengan *return* pasar bernilai tinggi (Pasaribu & Sadalia, 2018). Adanya hasil yang tidak konsisten dari penelitian sebelumnya serta didukung oleh kondisi perekonomian yang terpengaruh oleh fenomena-fenomena yang telah dijabarkan, menjadi urgensi untuk mengkaji *herding behavior* sebagai bentuk perilaku irasional investor. Penelitian ini akan difokuskan pada indeks saham LQ-45 sebagai kelompok saham yang bersifat paling likuid serta didukung oleh kapitalisasi pasar yang besar sehingga mampu mewakili kinerja pasar secara keseluruhan. Hal ini berkaitan pula dengan salah satu alasan mengapa investor cenderung mengikuti sentimen pasar yang sama, yaitu investor lebih menetapkan pilihan pada saham yang *prudent*, *liquid*, dan *better-known* (Chang *et al.*, 2000). Pemilihan rentang waktu selama tahun 2020 dengan fokus penelitian pada indeks saham LQ-45 serta analisis yang dibagi menjadi tiga periode berbeda akan menjadi pembeda penelitian ini jika dibandingkan dengan penelitian sebelumnya.

Pengujian hipotesis pada penelitian ini akan menggunakan model pengidentifikasi *herding behavior* oleh Chang *et al.* (2000), yaitu *cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Berdasarkan bukti *herding behavior* pada beberapa

penelitian sebelumnya, penelitian ini menduga bahwa *herding behavior* terjadi pada tiga periode yang diteliti. Hasil penelitian *herding behavior* di pasar modal Indonesia menunjukkan bukti adanya *herding behavior* sepanjang periode 2005 hingga 2015 (Arisanti & Asri, 2018), serta periode 2008 dan 2016 (Ravanola, 2017). Ravanola (2017) menyebutkan bahwa *herding behavior* dapat terjadi kapan saja dan dimana saja meliputi seluruh pasar saham di dunia (Rahayu *et al.*, 2020).

H₁ : Terjadi *herding behavior* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2020.

Herding behavior pada kondisi pasar *bearish* ditemukan di Indonesia pada periode 1 Januari 2010 hingga 31 Maret 2020 (Kumar *et al.*, 2021). Dalam penelitian Chang *et al.* (2000) mengenai *herding behavior* di pasar modal Amerika, Hong Kong, Korea Selatan, Taiwan, dan Jepang selama periode 1963 hingga 1997 menemukan bukti signifikan keberadaan *herding* dalam *emerging market*, yaitu Korea Selatan dan Taiwan. Dalam pasar yang penuh tekanan (*bearish*), investor cenderung menekan keyakinan mereka sendiri untuk mengikuti konsensus pasar, sehingga hasil penelitian oleh Chang *et al.* (2000) sejalan dengan Adem & Eren (2020).

H₂: Terjadi *herding behavior* di Bursa Efek Indonesia selama kondisi pasar *bearish* pada tahun 2020.

Herding behavior pada kondisi pasar *bullish* di pasar modal Indonesia ditemukan pada periode 1 Januari 2010 hingga 31 Maret 2020 (Kumar *et al.*, 2021), periode 2016 hingga 2018 (Marbun *et al.*, 2020), periode 6 Oktober 2000 hingga 5 Oktober 2018 (Rizal & Damayanti, 2019), dan periode 2012 hingga 2016 (Noviliya & Prasetiono, 2017).

H₃: Terjadi *herding behavior* di Bursa Efek Indonesia selama kondisi pasar *bullish* pada tahun 2020.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis *herding behavior* pada indeks LQ-45 dalam tiga periode berbeda, yaitu tahun 2020 secara keseluruhan, kondisi pasar *bearish* (turun), dan kondisi pasar *bullish* (naik) pada tahun 2020. Analisis *herding behavior* pada periode tahun 2020 secara keseluruhan menggunakan *return* saham individual dan pasar sejak tanggal 2 Januari hingga 30 Desember 2020 dengan 242 tanggal amatan (233 setelah *outliers* dikeluarkan). Pasar *bearish* ditaksir menggunakan *return* saham dan pasar sejak tanggal 2 Januari hingga 24 Maret 2020 dengan 59 tanggal amatan (51 setelah *outliers* dikeluarkan), sedangkan pada pasar *bullish* menggunakan *return* saham dan pasar sejak tanggal 26 Maret hingga 30 Desember 2020 dengan 183 tanggal amatan tanpa *outliers*. Pemilihan tanggal amatan didasarkan pada pergerakan IHSG selama tahun 2020. Data berupa nama-nama perusahaan indeks LQ-45 dan harga penutupan saham individual sekaligus pasar secara harian diperoleh dengan melakukan dokumentasi dari *website* BEI yaitu www.idx.co.id, dan *website* id.investing.com.

Ruang lingkup penelitian ini berlangsung dalam indeks LQ-45 yang dipandang representatif untuk mewakili kondisi pasar modal Indonesia. Populasi penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ-45 selama periode Agustus 2019 hingga Januari 2020, Februari 2020 hingga Juli 2020, dan Agustus 2020 hingga Januari 2021 sehingga populasi berjumlah 51 perusahaan. Penetapan sampel penelitian menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan secara berturut-turut terdaftar dalam indeks LQ-45

sepanjang tiga periode tersebut. Berdasarkan kriteria yang ditetapkan, sampel penelitian akhir berjumlah 39 perusahaan.

Tahap pengolahan data diawali dengan mengolah sampel data berupa harga penutupan saham individual dan pasar. Data tersebut digunakan untuk mengukur masing-masing nilai *return* saham individual dan pasar menggunakan rumus.

$$Pt = Pt - (Pt - 1) / Pt - 1 \dots\dots\dots (1)$$

Langkah selanjutnya adalah menghitung nilai dispersi CSAD yang dikembangkan oleh Chang *et al.* (2000) sebagai variabel dependen, ditaksir melalui rumus berikut.

$$CASD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n |R_{i,t} - R_{m,t}| \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- $R_{i,t}$ = *return* saham individual dalam periode t
- $R_{m,t}$ = *return* pasar dalam periode t
- n = jumlah perusahaan sebagai sampel

Chang *et al.* (2000) mengembangkan parameter untuk menguji *herding behavior* berdasarkan asumsi *capital asset pricing model* (CAPM). CAPM memprediksi hubungan linear antara dispersi dalam *return* individual dan *return* pasar. Dalam penelitiannya, *herding behavior* ditinjau melalui hubungan nilai dispersi dengan *return* pasar yang bersifat non-linear. Untuk mendeteksi *herding behavior*, Chang *et al.* (2000) menggunakan persamaan kuadrat antara nilai dispersi CSAD dengan *return* pasar absolut dan *return* pasar kuadrat ke dalam bentuk regresi berikut.

$$CASD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \epsilon_t \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

- $CASD_t$ = besaran nilai *herding* pada waktu t
- α = variabel *intersept*
- γ_1 = koefisien linear antara CSAD dengan *return* pasar
- γ_2 = koefisien non-linear antara CSAD dengan *return* pasar
- $R_{m,t}$ = *return* pasar dalam periode t
- ϵ_t = *standard error*

Berdasarkan bentuk regresi di atas, γ_1 akan tetap bernilai positif dan konstan untuk *return* pasar. Namun, jika γ_2 bernilai negatif dan signifikan dalam statistik maka menjadi indikasi *herding behavior* pada periode tahun 2020. Sebaliknya, jika γ_2 bernilai positif atau tidak signifikan maka menunjukkan tidak adanya *herding behavior*. Ketika investor melakukan *herding* dan mengikuti pergerakan pasar, akibatnya *return* saham akan mendekati *return* pasar secara keseluruhan. *Herding behavior* pada kondisi pasar *bearish* dan *bullish* ditaksir menggunakan persamaan regresi berikut.

$$CASD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN} |R_{m,t}^{DOWN}| + \gamma_2^{DOWN} R_{m,t}^{DOWN^2} + \epsilon_t \dots\dots\dots (4)$$

$$CASD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP} |R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP} R_{m,t}^{UP^2} + \epsilon_t \dots\dots\dots (5)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Seluruh pengolahan data berlangsung dengan menggunakan *software* EViews 12. Data yang diolah dalam penelitian ini dideskripsikan melalui statistik deskriptif yang memaparkan gambaran umum terkait dengan data dari objek penelitian pada tiga periode berbeda: (a) tahun 2020 secara keseluruhan, (b) kondisi pasar *bearish*, dan (c) kondisi pasar *bullish*.

Tabel 1. Statistik Deskriptif pada Tahun 2020

	CSAD	ABSRMT	RMT2
Mean	0,601	0,532	0,290
Median	0,598	0,541	0,293
Maximum	0,684	0,751	0,565
Minimum	0,552	0,303	0,092
Std. Dev.	0,024	0,081	0,085
Observations	233	233	233

Sumber: Data penelitian, 2022

Tabel 1 menunjukkan bahwa selama kondisi keseluruhan pada tahun 2020 terdapat 233 tanggal pengamatan. Variabel *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) mempunyai nilai minimum 0,552 dan nilai maksimum 0,684. Nilai rata-rata 0,601 yang lebih besar dari nilai standar deviasi 0,024 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil yang berarti setiap sampel data CSAD berada di sekitar rata-rata hitungannya. Variabel *return* pasar absolut ($|R_{m,t}|$) mempunyai nilai minimum 0,303 dan nilai maksimum 0,751. Nilai rata-rata 0,532 yang lebih besar dari nilai standar deviasi 0,081 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil yang berarti setiap sampel data *return* pasar absolut berada di sekitar rata-rata hitungannya. Variabel *return* pasar kuadrat ($R_{m,t}^2$) mempunyai nilai minimum 0,092 pada dan nilai maksimum 0,565. Nilai rata-rata 0,290 yang lebih besar dari nilai standar deviasi 0,085 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil yang berarti setiap sampel data *return* pasar kuadrat berada di sekitar rata-rata hitungannya.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Kondisi Pasar *Bearish* pada Tahun 2020

	CSAD	ABSRMT	RMT2
Mean	0,015	0,011	0,000
Median	0,015	0,006	0,000
Maximum	0,030	0,065	0,004
Minimum	0,008	0,000	0,000
Std. Dev.	0,003	0,015	0,000
Observations	51	51	51

Sumber: Data penelitian, 2022

Tabel 2 menunjukkan bahwa selama kondisi *bearish* tahun 2020 terdapat 51 tanggal pengamatan. Variabel *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) mempunyai nilai minimum 0,008 dan nilai maksimum 0,030. Nilai rata-rata 0,015 yang lebih besar dari nilai standar deviasi 0,003 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil yang berarti setiap sampel data CSAD berada di sekitar rata-rata hitungannya. Variabel *return* pasar absolut ($|R_{m,t}|$) mempunyai nilai minimum 0,000 dan nilai maksimum 0,065. Nilai rata-rata 0,011 yang lebih besar dari nilai standar deviasi 0,015 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil yang berarti setiap sampel data *return* pasar absolut berada di sekitar rata-rata hitungannya. Variabel *return* pasar kuadrat ($R_{m,t}^2$)

mempunyai nilai minimum 0,000 dan nilai maksimum 0,004. Nilai rata-rata 0,000 yang lebih kecil dari nilai standar deviasi 0,000 menampilkan variasi data pada variabel *return* pasar kuadrat.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Kondisi Pasar *Bullish* pada Tahun 2020

	CSAD	ABSRMT	RMT2
Mean	0,605	0,534	0,291
Median	0,601	0,542	0,294
Maximum	0,699	0,751	0,565
Minimum	0,554	0,353	0,124
Std. Dev.	0,026	0,076	0,080
Observations	183	183	183

Sumber: Data penelitian, 2022

Tabel 3 menunjukkan bahwa selama kondisi *bullish* tahun 2020 terdapat 183 tanggal pengamatan. Variabel *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) mempunyai nilai minimum 0,554 dan nilai maksimum 0,699. Nilai rata-rata 0,605 yang lebih besar dari standar deviasi 0,026 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil yang berarti setiap sampel data CSAD berada di sekitar rata-rata hitungannya. Variabel *return* pasar absolut ($|R_{m,t}|$) mempunyai nilai minimum 0,353 dan nilai maksimum sebesar 0,751. Nilai rata-rata 0,534 yang lebih besar dari standar deviasi 0,076 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil berarti setiap sampel data *return* pasar absolut berada di sekitar rata-rata hitungannya. Variabel *return* pasar kuadrat ($R_{m,t}^2$) mempunyai nilai minimum 0,124 dan nilai maksimum 0,565. Nilai rata-rata 0,291 yang lebih besar dari standar deviasi 0,080 menampilkan jarak penyimpangan data yang relatif kecil berarti setiap sampel data *return* pasar kuadrat berada di sekitar rata-rata hitungannya.

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah distribusi nilai residual pada model regresi telah terdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas melalui statistik *Jarque-Bera*, menunjukkan hasil 1) Nilai probabilitas pada tahun 2020 secara keseluruhan sebesar 0,055; 2) Nilai probabilitas pada kondisi pasar *bearish* sebesar 0,741; 3) Nilai probabilitas pada kondisi pasar *bullish* sebesar 0,064. Nilai probabilitas yang lebih besar dari sig. 0,05 berarti bahwa data residual telah terdistribusi normal.

Untuk mengetahui apakah kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode t sebelumnya ($t-1$) dalam suatu model regresi linier berkorelasi atau tidak dapat diketahui dengan melakukan uji autokorelasi. Uji autokorelasi melalui uji *Langrange Multiplier* (LM) menunjukkan hasil 1) Nilai probabilitas *chi-square* pada tahun 2020 secara keseluruhan sebesar 0,125; 2) Nilai probabilitas *chi-square* pada kondisi pasar *bearish* sebesar 0,961; 3) Nilai probabilitas *chi-square* pada kondisi pasar *bullish* sebesar 0,058. Nilai probabilitas *chi-square* yang menunjukkan nilai lebih besar dari sig. 0,05 berarti bahwa gejala autokorelasi tidak terdapat pada keseluruhan model regresi.

Analisis regresi berlangsung untuk menampilkan hubungan antara nilai dispersi CSAD dengan *return* pasar absolut serta kuadrat.

Tabel 4. Analisis Regresi pada Tahun 2020

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,689	0,040	17,147	0,000
ABSRMT	-0,509	0,155	-3,275	0,001
RMT2	0,633	0,148	4,255	0,000
R-squared	0,310	Mean dependent var		0,601
Adjusted R-squared	0,304	S.D. dependent var		0,024
S.E. of regression	0,020	Akaike info criterion		-4,968
Sum squared resid	0,092	Schwarz criterion		-4,924
Log likelihood	581,871	Hannan-Quinn criter.		-4,950
F-statistic	51,765	Durbin-Watson stat		1,098
Prob(F-statistic)	0,000			

Sumber: Data penelitian, 2022

Tabel 4 menunjukkan nilai konstanta 0,689 yang berarti apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}|, R_{m,t}^2$) bernilai konstan atau nol, maka *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) bernilai 0,689%. Nilai koefisien linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar absolut ($|R_{m,t}|$) bernilai -0,509, menunjukkan nilai negatif dan signifikan yang berarti CSAD menurun terhadap $|R_{m,t}|$. Apabila *return* pasar bernilai 1% maka CSAD akan menurun 0,509%. Nilai koefisien non-linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) bernilai 0,633, menunjukkan nilai positif dan signifikan yang berarti tidak menunjukkan adanya indikasi *herding behavior* dalam indeks saham LQ-45 selama tahun 2020 secara keseluruhan.

Christie & Huang (1995) memaparkan bahwa investor memiliki tendensi untuk menekan keyakinan mereka sendiri pada konsensus pasar dengan pergerakan yang tidak biasa seperti pada periode *market stress* atau volatilitas pasar yang tinggi. Dalam kondisi ini, *herding behavior* memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk hadir. Temuan ini membuktikan hasil yang berbeda dari pernyataan Christie & Huang (1995) dengan tidak menemukan *herding behavior* pada kondisi pasar dengan pergerakan harga yang tinggi. Wardani (2021) menyebutkan bahwa volatilitas pada awal tahun 2020 lebih dipengaruhi oleh arus modal keluar (*cash flow*) yang berjumlah besar. Hal ini menjelaskan bahwa volatilitas yang terjadi selama tahun 2020 bukan sekedar disebabkan oleh hadirnya *herding behavior*.

Tabel 5. Analisis Regresi Kondisi Pasar Bearish pada Tahun 2020

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,013	0,000	23,133	0,000
ABSRMT	0,206	0,075	2,723	0,009
RMT2	-0,002	1,342	-0,002	0,998
R-squared	0,621	Mean dependent var		0,015
Adjusted R-squared	0,605	S.D. dependent var		0,003
S.E. of regression	0,002	Akaike info criterion		-9,088
Sum squared resid	0,000	Schwarz criterion		-8,974
Log likelihood	234,757	Hannan-Quinn criter.		-9,045
F-statistic	39,347	Durbin-Watson stat		1,875
Prob(F-statistic)	0,000			

Sumber: Data penelitian, 2022

Tabel 5 menunjukkan nilai konstanta 0,013 yang berarti apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}^{\text{DOWN}}|, R_{m,t}\text{DOWN}^2$) bernilai konstan atau nol, maka *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) bernilai 0,013%. Nilai koefisien linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar absolut ($|R_{m,t}^{\text{DOWN}}|$) bernilai 0,206, menunjukkan nilai positif dan signifikan yang berarti CSAD meningkat terhadap $|R_{m,t}^{\text{DOWN}}|$. Apabila *return* pasar bernilai 1% maka CSAD akan meningkat 0,206%. Nilai koefisien non-linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar ($R_{m,t}\text{DOWN}^2$) bernilai -0,002, menunjukkan nilai negatif dan tidak signifikan yang berarti menunjukkan tidak adanya indikasi *herding behavior* dalam indeks saham LQ-45 selama kondisi pasar *bearish*.

Dalam kondisi pasar *bearish* (turun) atau pasar mengalami *market stress*, investor memiliki kecenderungan untuk mengabaikan pikiran mereka dan lebih memilih untuk menuruti konsensus pasar, sehingga selama periode ini kerap terjadi *herding behavior* (Koputra & Mahadwartha, 2021). Namun, pada penelitian ini, ketidakhadiran *herding behavior* pada indeks saham LQ-45 pada kondisi pasar *bearish* (turun) menyiratkan bahwa investor pada indeks saham LQ-45 selama periode penelitian cenderung melakukan pertimbangan serta analisis terhadap fundamental perusahaan dan kondisi perekonomian dalam mengambil keputusan investasi sebab investor memiliki informasi yang cukup untuk menganalisis pasar.

Tabel 6. Analisis Regresi Kondisi Pasar *Bullish* pada Tahun 2020

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,720	0,060	11,912	0,000
ABSRMT	-0,627	0,233	-2,690	0,007
RMT2	0,754	0,222	3,398	0,000
R-squared	0,262	Mean dependent var		0,605
Adjusted R-squared	0,254	S.D. dependent var		0,026
S.E. of regression	0,022	Akaike info criterion		-4,695
Sum squared resid	0,094	Schwarz criterion		-4,643
Log likelihood	432,683	Hannan-Quinn criter.		-4,674
F-statistic	32,061	Durbin-Watson stat		0,901
Prob(F-statistic)	0,000			

Sumber: Data penelitian, 2022

Tabel 6 menunjukkan nilai konstanta 0,720 yang berarti apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}\text{UP}|, R_{m,t}\text{UP}^2$) bernilai konstan atau nol, maka *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) bernilai 0,720%. Nilai koefisien linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar absolut ($|R_{m,t}\text{UP}|$) bernilai -0,627, menunjukkan nilai negatif dan signifikan yang berarti CSAD menurun terhadap $|R_{m,t}|$. Apabila *return* pasar bernilai 1% maka CSAD akan menurun 0,627%. Nilai koefisien non-linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar ($R_{m,t}\text{UP}^2$) bernilai 0,754, menunjukkan nilai positif dan signifikan yang berarti tidak menunjukkan adanya indikasi *herding behavior* dalam indeks saham LQ-45 selama kondisi pasar *bullish*.

Hasil penelitian yang menunjukkan tidak terjadinya *herding behavior* selama kondisi pasar *bullish* serupa dengan hasil penelitian oleh Koputra & Mahadwartha (2021) dan Pasaribu & Sadalia (2018). Koputra & Mahadwartha (2021) memberikan bukti signifikan mengenai tidak adanya *herding behavior* di bursa saham Indonesia, khususnya pada sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi pada kondisi pasar *bullish* (naik). Temuan ini menunjukkan bahwa

informasi yang diberikan untuk investor telah menyebar dengan cukup efisien guna menghindari kebutuhan mereka untuk mengikuti konsensus pasar dalam menetapkan keputusan.

Pengujian koefisien determinasi (R^2) berguna untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan variabel independen dalam menerangkan variasi dari variabel dependen dalam model regresi. Hasil uji koefisien determinasi (R^2) diwakili oleh nilai *adjusted R square* menunjukkan bahwa 1) Nilai *adjusted R square* pada tahun 2020 secara keseluruhan bernilai 0,304 yang berarti sebesar 30,441% variasi nilai CSAD diterangkan oleh variasi variabel *return* pasar, sisanya sebesar 69,559% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini; 2) Nilai *adjusted R square* pada pasar *bearish* bernilai 0,605 yang berarti sebesar 60,535% variasi nilai CSAD diterangkan oleh variasi variabel *return* pasar, sisanya sebesar 39,465% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini; 3) Nilai *adjusted R square* pada pasar *bullish* (naik) bernilai 0,254 yang berarti sebesar 25,447% variasi nilai CSAD diterangkan oleh variasi variabel *return* pasar, sisanya sebesar 74,553% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

Seluruh hasil pengujian yang telah dilakukan memperlihatkan bahwa investor yang berinvestasi pada saham perusahaan indeks saham LQ-45 memberikan respons yang serupa pada kondisi pasar berbeda. Respons yang serupa diketahui melalui tidak hadirnya *herding behavior* pada ketiga kondisi pasar yang dikaji. Ketidakhadiran *herding behavior* memperlihatkan bahwa harga saham di pasar modal telah mampu mencerminkan informasi-informasi yang relevan bagi investor untuk menetapkan keputusan investasinya dan mendukung prinsip *efficient market hypothesis* (EMH). Informasi-informasi relevan yang mudah diakses, valid, dan dapat dikelola dengan baik akan mencegah investor untuk menetapkan keputusan berdasarkan pergerakan pasar atau keputusan investor lain sehingga meminimalisir terjadinya *herding behavior* di pasar saham Indonesia.

SIMPULAN

Penelitian ini menganalisis *herding behavior* pada indeks LQ-45 dalam tiga periode berbeda, yaitu tahun 2020 secara keseluruhan, kondisi pasar *bearish* (turun), dan kondisi pasar *bullish* (naik). Berdasarkan hasil pengujian statistik yang telah dilakukan, diketahui bahwa tidak terjadi *herding behavior* di antara investor pada indeks LQ-45 selama periode yang telah ditetapkan. Temuan ini menunjukkan bahwa investor menetapkan keputusan investasinya dengan mempertimbangkan informasi yang tersedia di pasar. Investor memiliki informasi yang cukup untuk menganalisis pasar sehingga menghindari keputusan investasi yang cenderung ikut-ikutan.

Keterbatasan penelitian ini hanya dilakukan pada indeks saham LQ-45 sebagai sampel penelitian dan telah melalui proses *purposive sampling*. Hal ini dapat mempengaruhi hasil penelitian jika indeks saham LQ-45 bukan merupakan representasi yang tepat untuk pasar modal Indonesia. Penelitian selanjutnya dapat mengidentifikasi *herding behavior* berdasarkan tipe investor (domestik atau asing), atau pada indeks sektoral tertentu sehingga didapat hasil yang lebih spesifik atau mengkhusus.

REFERENSI

- Adem, A., & Eren, S. (2020). Analysis of Investors Herding Behaviour: An Empirical Study from Istanbul Stock Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 5(2).
- Arisanti, I., & Asri, M. (2018). *Herding behavior* Post Initial Public Offering In Indonesia Stock Exchange. *Journal of Accounting and Investment*, 19(2).
- Baker, H. K., Filbeck, G., & Ricciardi, V. (2017). *Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets*. New York: Oxford University Press.
- Batmunkh, M. U., Choijil, E., Vieito, J. P., Espinosa-Méndez, C., & Wong, W. K. (2020). Does *herding behavior* exist in the Mongolian stock market? *Pacific Basin Finance Journal*, 62, 101352.
- Candraningrat, I. R. (2018). Analysis of *Herding behavior* in the Indonesian Capital Stock Market. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 292(2012), pp. 374-381.
- 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), pp. 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), pp. 31-37.
- Espinosa-Méndez, C., & Arias, J. (2021). COVID-19 Effect on Herding Behaviour in European Capital Markets. *Finance Research Letters*, 38(101787).
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.
- Fransiska, M., Sumani, S., Willy, W., & Pangestu, S. (2018). *Herding behavior* in Indonesian Investors. *International Research Journal of Business Studies*, 11(2), pp. 129-143.
- Goetzmann, W. N. (2016). *Money Changes Everything: How Finance Made Civilization Possible*. New Jersey: Princeton University Press.
- Halisa, N. N., & Annisa, S. (2020). Pengaruh Covid-19 terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). *Jurnal Manajemen dan Organisasi*, 11(3), hal. 170-178.
- Hwang, S., & Salmon, M. (2004). Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, 11(4), pp. 585-616.
- Indárs, E. R., Savin, A., & Lublóy, Á. (2019). Herding behaviour in an emerging market: Evidence from the Moscow Exchange. *Emerging Markets Review*, 38, pp. 468-487.
- Ismiyanti, F., Mahadwartha, P. A., Zunairoh, & Novita, S. (2021). Does Herd Behavior Make the Market More Efficient? *Journal of Hunan University (Natural Sciences)*, 48(9), pp. 1-13.
- Kumar, A., Badhani, K. N., Bouri, E., & Saeed, T. (2021). *Herding behavior* in the Commodity Markets of the Asia-Pacific Region. *Finance Research Letters*, 41(July), 101813.
- Koputra, T., & Mahadwartha, P. A. (2021). *Herding behavior* Detection: Bullish and Bearish Cases. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 180, pp. 11-15.

- Liu, X., Liu, B., & Han, X. (2019). Analysis of Herd Effect of Investor's Behavior from the Perspective of Behavioral Finance. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 82, pp. 559-563.
- Luu, Q. T., & Luong, H. T. T. (2020). *Herding behavior* in Emerging and Frontier Stock Markets During Pandemic Influenza Panics. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), pp. 147-158.
- Marbun, L., Haryetti, & Fathoni, A. F. (2020). Is Herding Behaviour Really Exist? An Empirical Study On The LQ-45 And Jakarta Islamic Index. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 21(5), pp. 264-272.
- Muharam, H., Dharmawan, A., Najmudin, N., & Robiyanto, R. (2021). *Herding behavior: Evidence from Southeast Asian Stock Markets*. *International Symposia in Economic Theory and Econometrics*, 28, pp. 207-220.
- Nasution, D. A. D., Erlina, & Muda, I. (2020). Dampak Pandemi COVID-19 terhadap Perekonomian Dunia. *Jurnal Ekonomi Perjuangan*, 2(2), hal. 212-224.
- Noviliya, H. S., & Prasetyono. (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), hal. 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), hal. 408-418.
- Rahayu, A. D., Putra, A., Oktaverina, C., & Ningtyas, R. A. (2020). Perilaku Herding Di Pasar Saham: Sebuah Kajian Literatur. *Journal of Business Management Education (JBME)*, 4(3), hal. 67-80.
- Ramli, R. R. (2020). Ini 3 Faktor Penyebab IHSG Terus Merosot Menurut OJK. *Money.kompas.com*. Diakses pada 23 Maret 2022, dari <https://money.kompas.com/read/2020/03/12/194300726/ini-3-faktor-penyebab-ihsg-terus-merosot-menurut-ojk>
- Ravanola, V. V. (2017). Deteksi dan Identifikasi Pembentuk Perilaku Herding pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Periode 2008 dan 2016. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 5(2).
- Rizal, N. A., & Damayanti, M. K. (2019). *Herding behavior* in the Indonesian Islamic Stock Market. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 5(3), pp. 673-690.
- Wardani, S. S. (2021). Analisis Perilaku Herding pada Saham LQ-45 Sebelum dan Selama Pandemi COVID-19 di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 9(2).
- Woo, K. Y., Mai, C., McAleer, M., & Wong, W.-K. (2020). Review on Efficiency and Anomalies in Stock Markets Kai-Yin. *Economies*, 8(1), pp. 1-51.
- Ye, J., Li, D., & Cao, Y. (2020). Investor Irrational Selection Bias in Stock Market Based on Cognitive Psychology: Evidence from Herding Behaviour. *Revista Argentina de Clinica Psicologica*, 29(1), pp. 90-98.