

SKRIPSI
**PENDETEKSIAN PERILAKU *HERDING* DI PASAR
MODAL INDONESIA**



Disusun oleh:

**MARLINDA
NIM. 190604018**

**PROGRAM STUDI ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI AR-RANIRY
BANDA ACEH
2023 M/ 1444 H**

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH

Yang bertandatangan di bawah ini

Nama : Marlinda

NIM : 190604018

Program Studi : Ilmu Ekonomi

Fakultas : Fakultas Ekodnomi dan Bisnis Islam

Dengan ini menyatakan bahwa dalam penulisan SKRIPSI ini, saya:

- 1. Tidak menggunakan ide orang lain tanpa mampu mengembangkan dan mempertanggungjawabkan.*
- 2. Tidak melakukan plagiasi terhadap naskah karya orang lain.*
- 3. Tidak menggunakan karya orang lain tanpa menyebutkan sumber asli atau tanpa izin pemilik karya.*
- 4. Tidak melakukan manipulasi dan pemalsuan data.*
- 5. Mengerjakan sendiri karya ini dan mampu bertanggungjawab atas karya ini.*

Bila di kemudian hari ada tuntutan dari pihak lain atas karya saya, dan telah melalui pembuktian yang dapat dipertanggung jawabkan dan ternyata memang ditemukan bukti bahwa saya telah melanggar pernyataan ini, maka saya siap untuk dicabut gelar akademik saya atau diberikan sanksi lain berdasarkan aturan yang berlaku di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar-Raniry Banda Aceh.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya.

Banda Aceh, 17 April 2023

Yang Menyatakan



Marlinda

PERSETUJUAN SIDANG MUNAQASYAH SKRIPSI

Pendeteksian Perilaku *Herding* di Pasar Modal Indonesia


Disusun Oleh:


MARLINDA
NIM : 190604018

Disetujui untuk disidangkan dan dinyatakan bahwa isi dan formatnya telah Memenuhi syarat penyelesaian studi pada Program Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam Universitas Islam Negeri Ar-Raniry Banda Aceh

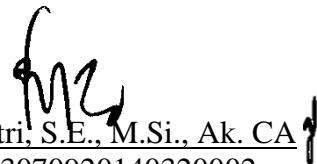
Pembimbing I,

Pembimbing II,


Dr. Muhammad Adnan, SE., M.Si
NIP. 197204281999031005


Rachmi Meutia, SE., S.Pd.I., M.Sc
NIP. 198803 192019032013

Mengetahui
Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi


Cut Dian Fitri, S.E., M.Si., Ak. CA
NIP. 1983070920140320002



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI AR-RANIRY BANDA ACEH
UPT. PERPUSTAKAAN

Jl. Syekh Abdur Rauf Kopelma Darussalam Banda Aceh
Telp. 0651-7552921, 7551857, Fax. 0651-7552922
Web: www.library.ar-raniry.ac.id, Email: library@ar-raniry.ac.id

**FORM PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH
MAHASISWA UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIK**

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama Lengkap : Marlinda
NIM : 190604018
Fakultas/Program Studi : Ekonomi dan Bisnis Islam/Illmu Ekonomi
E-mail : marlind607@gmail.com

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UPT Perpustakaan Universitas Islam Negeri (UIN) Ar-Raniry Banda Aceh, Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah:

Tugas Akhir KKU Skripsi

yang berjudul:

Pendeteksian Perilaku *Herding* di Pasar Modal Indonesia

Beserta perangkat yang diperlukan (bila ada). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini, UPT Perpustakaan UIN Ar-Raniry Banda Aceh berhak menyimpan, mengalih-media formatkan, mengelola, mendiseminasikan, dan mempublikasikannya di internet atau media lain secara *fulltext* untuk kepentingan akademik tanpa perlu meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis, pencipta dan atau penerbit karya ilmiah tersebut.

UPT Perpustakaan UIN Ar-Raniry Banda Aceh akan terbebas dari segala bentuk tuntutan hukum yang timbul atas pelanggaran Hak Cipta dalam karya ilmiah saya ini.

Demikian pernyataan ini yang saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Banda Aceh
Pada tanggal : 17 April 2023

Mengetahui,

Penulis

Pembimbing I

Pembimbing II

Marlinda

Dr. Muhammad Adnan, SE., M.Si
NIP. 197204281999031005

Rachmi Meutia, SE., S.Pd.I., M.Sc
NIP. 198803192019032013

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT., atas limpahan rahmat, taufiq dan hidayah-Nya, tidak ada kekuatan apa pun dalam diri ini selain dari kekuasaan-Nya. Shalawat beserta salam kepada Rasulullah SAW yang telah membawa peradaban dari alam *jahiliyyah* ke alam yang penuh dengan ilmu pengetahuan. Alhamdulillah, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang judul **“Pendeteksian Perilaku Herding di Pasar Modal Indonesia”**. Penyusunan skripsi ini merupakan salah satu tugas akhir yang harus diselesaikan oleh penulis dan syarat untuk mencapai gelar sarjana pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Ar-Raniry Banda Aceh. Skripsi ini tentunya belum mencapai tahap kesempurnaan, maka dari itu kritik dan saran sangat penulis harapkan dari semua pihak guna membangun perbaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan, dukungan serta doa restu dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan penuh keikhlasan, ketulusan dan kerendahan hati perkenankan penulis untuk mengucapkan terima kasih dan apresiasi kepada pihak-pihak tersebut, di antaranya:

1. Dr. Hafas Furqani M.Ec, selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Ar- Raniry Banda Aceh.

2. Cut Dian Fitri, S.E., M.Si., Ak., CA selaku ketua Program Studi Ilmu Ekonomi dan Ana Fitria, SE., M.Sc selaku sekretaris Program Studi Ilmu Ekonomi.
3. Hafizh Maulana SP., S.HI., ME selaku ketua laboratorium Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam yang telah memberikan arahan dalam menulis skripsi ini.
4. Dr. Muhammad Adnan, S.E., M.Si selaku dosen Penasihat Akademik (PA) sekaligus pembimbing I dan Rachmi Meutia, S.E., S.Pd.I., M.Sc selaku pembimbing II yang telah banyak meluangkan waktu, tenaga dan pemikirannya dalam membimbing penyelesaian skripsi ini.
5. Ana Fitria, SE., M.Sc selaku penguji I dan Dara Amanatillah, M. Sc.Fin yang telah bersedia meluangkan waktu dan pikiran dalam memberikan masukan dan arahan dalam penyelesaian skripsi ini.
6. Segenap Bapak/Ibu/ Dosen yang mengajar pada program studi Ilmu Ekonomi selama proses pengajaran telah banyak memberikan ilmu pengetahuan kepada penulis.
7. Teristimewa kepada orang tua yang sangat penulis cintai, kepada Walid Dr. H. Herman, M.A dan Umi Dra. Hj. Raida yang selalu memberikan kasih sayang, cinta dan doa yang tidak ternilai harganya serta kepada Abangku Muharrir, S.H dan Adikku Ulya Faizah yang selalu mendoakan dan memberikan semangat kepada penulis.

8. Sahabat-sahabat terbaik penulis, Mardiana, Julianti, Yunda A'insah, Nurlina dan Sartina yang turut memberikan bantuan dan motivasi kepada penulis serta kepada seluruh teman-teman seperjuangan angkatan 2019 yang telah memberikan semangat dalam perjuangan menimba ilmu dan menyelesaikan skripsi ini.
9. Kepada pihak yang telah mendukung dan membantu kesempurnaan skripsi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Akhir kata penulis mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu penulis hingga selesainya skripsi ini. Penulis hanya bisa mendoakan semoga Allah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya dengan balasan yang tiada tara dan semoga skripsi ini bermanfaat bagi pembaca dan dapat membantu pihak-pihak yang membutuhkan.

Banda Aceh, 1 Desember 2022

Penulis,



Marlinda

TRANSLITERASI ARAB-LATIN DAN SINGKATAN
Keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri P dan K
Nomor: 158 Tahun 1987 – Nomor: 0543b/u/1987

1. Konsonan

No.	Arab	Latin	No.	Arab	Latin
1	ا	Tidak dilambangkan	16	ظ	Ṭ
2	ب	B	17	ظ	Ẓ
3	ت	T	18	ع	'
4	ث	Ṣ	19	غ	G
5	ج	J	20	ف	F
6	ح	H	21	ق	Q
7	خ	Kh	22	ك	K
8	د	D	23	ل	L
9	ذ	Z	24	م	M
10	ر	R	25	ن	N
11	ز	Z	26	و	W
12	س	S	27	ه	H
13	ش	Sy	28	ع	'
14	ص	Ṣ	29	ي	Y
15	ض	Ḍ			

2. Vokal

Vokal Bahasa Arab, seperti vokal bahasa Indonesia, terdiri dari vokal tunggal atau monoftong dan vokal rangkap atau diftong.

a. Vokal Tunggal

Vokal tunggal bahasa Arab yang lambangnya berupa tanda atau harkat, transliterasinya sebagai berikut:

Tanda	Nama	Huruf Latin
َ	<i>Fathah</i>	A
ِ	<i>Kasrah</i>	I
ُ	<i>Dammah</i>	U

b. Vokal Rangkap

Vokal rangkap bahasa Arab yang lambangnya berupa gabungan antara harkat dan huruf, transliterasinya gabungan huruf, yaitu:

Tanda dan Huruf	Nama	Gabungan Huruf
َ ي	<i>Fathah</i> dan ya	Ai
َ و	<i>Fathah</i> dan wau	Au

Contoh:

كيف : *kaifa*

هول : *haul*

3. *Maddah*

Maddah atau vokal panjang yang lambangnya berupa harkat dan huruf, transliterasinya berupa huruf dan tanda, yaitu:

Harkat dan Huruf	Nama	Huruf dan Tanda
يَ / اَ	<i>Fathah</i> dan <i>alif</i> atau <i>ya</i>	Ā
يِ	<i>Kasrah</i> dan <i>ya</i>	Ī
يُ	<i>Dammah</i> dan <i>wau</i>	Ū

Contoh:

قَالَ	:	<i>qāla</i>
رَمَى	:	<i>ramā</i>
قِيلَ	:	<i>qīla</i>
يَقُولُ	:	<i>yaqūlu</i>

4. *Ta Marbutah* (ة)

Transliterasi untuk *ta marbutah* ada dua.

- Ta marbutah* (ة) hidup
Ta marbutah (ة) yang hidup atau mendapat harkat *fathah*, *kasrah* dan *dammah*, transliterasinya adalah t.
- Ta marbutah* (ة) mati
Ta marbutah (ة) yang mati atau mendapat harkat sukun, transliterasinya adalah h.
- Kalau pada suatu kata yang akhir katanya *ta marbutah* (ة) diikuti oleh kata yang menggunakan kata sandang al,

serta bacaan kedua kata itu terpisah maka ta *marbutah* (ة) itu ditransliterasikan dengan h.

Contoh:

رَوْضَةُ الْأَطْفَالِ : *Raudah al-atfāl/ raudatulatfāl*

الْمَدِينَةُ الْمُنَوَّرَةُ : *Al-Madīnah al-Munawwarah/
alMadīnatul Munawwarah*

طَلْحَةُ : *Ṭalḥah*

Catatan:

Modifikasi

1. Nama orang berkebangsaan Indonesia ditulis seperti biasa tanpa transliterasi, seperti M. Syuhudi Ismail, sedangkan nama-nama lainnya ditulis sesuai kaidah penerjemahan. Contoh: Ḥamad Ibn Sulaiman.
2. Nama Negara dan kota ditulis menurut ejaan Bahasa Indonesia, seperti Mesir, bukan Misr; Beirut, bukan Bayrut; dan sebagainya.
3. Kata-kata yang sudah dipakai (serapan) dalam kamus Bahasa Indonesia tidak ditransliterasi. Contoh: Tasauf, bukan Tasawuf.

ABSTRAK

Nama : Marlinda
NIM : 190604018
Fakultas/Prodi : Ekonomi dan Bisnis Islam /Ilmu Ekonomi
Judul : Pendeteksian Perilaku *Herding* di Pasar Modal Indonesia
Pembimbing I : Dr. Muhammad Adnan, SE., M.Si
Pembimbing II : Rachmi Meutia, SE., S.Pd.I., M.Sc

Keuangan klasik menyatakan bahwa investor di pasar saham bersikap rasional dan harga saham akan mencerminkan semua informasi yang ada di pasar. Namun demikian, munculnya bias perilaku *herding* menjelaskan bahwa pasar tidak selamanya efisien seperti yang diasumsikan oleh hipotesis pasar efisien. Perilaku *herding* menyebabkan penyimpangan harga terhadap nilai keseimbangannya serta dapat menimbulkan gelembung pasar saham. Penelitian ini bertujuan untuk mendeteksi perilaku *herding* di Indeks LQ45 periode 2021- 2022 pada tiga kondisi pasar di antaranya pasar *general*, *bearish* dan *bullish*. Penelitian ini menggunakan metode *Cross Sectional Absolute Deviation* (CSAD) yang dikemukakan oleh Chang et al. (2000). Data yang digunakan adalah data *closing price* bulanan perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45 periode 2021- 2022. Hasil penelitian menunjukkan ditemukannya hubungan non-linear antara CSAD dan *return* pasar yang bernilai signifikan negatif pada kondisi pasar *general* dan *bearish* sehingga terdeteksinya perilaku *herding* di Indeks LQ45 periode 2021-2022. Sedangkan pada kondisi pasar *bullish* perilaku *herding* tidak terdeteksi di Indeks LQ45 periode 2021-2022.

Kata Kunci: *Herding*, *CSAD*, *General*, *Bearish*, *Bullish*

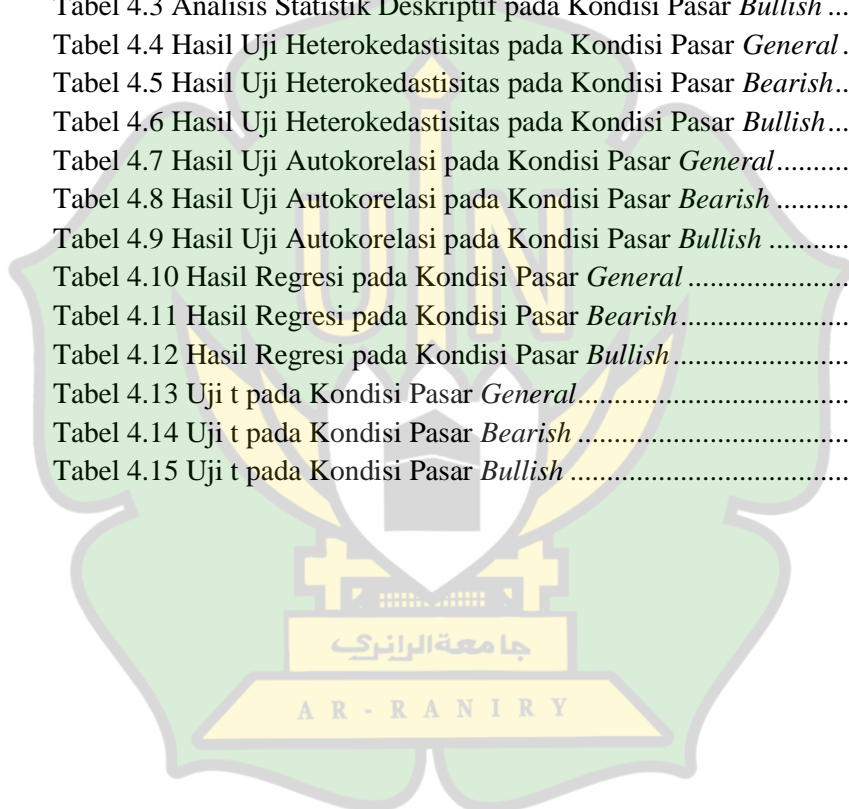
DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL KEASLIAN	ii
PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH	iii
PERSETUJUAN SIDANG SKRIPSI	iv
PENGESAHAN SIDANG SKRIPSI.....	v
FORM PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
KATA PENGANTAR	vii
TRANSLITERASI ARAB-LATIN DAN SINGKATAN	x
ABSTRAK.....	xiv
DAFTAR ISI	xv
DAFTAR TABEL	xvii
DAFTAR GAMBAR	xviii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xix
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah	13
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Manfaat Penelitian	14
1.5 Sistematika Pembahasan	15
BAB II LANDASAN TEORI.....	17
2.1 Pasar Modal	17
2.2 Indeks LQ45.....	20
2.3 Keuangan Perilaku	21
2.4 Perilaku <i>Herding</i>	25
2.4.1 Jenis Perilaku <i>Herding</i>	26
2.4.2 Penyebab Perilaku <i>Herding</i>	28
2.4.3 Akibat Perilaku <i>Herding</i>	29
2.5 <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM).....	30
2.6 <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD)	31
2.7 Keterkaitan Variabel	32
2.7.1 Hubungan <i>Return</i> Pasar dengan <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD)	32
2.8 Penelitian Terkait	32
2.9 Kerangka Berpikir.....	37
2.10 Hipotesis	37

BAB III METODE PENELITIAN.....	39
3.1 Jenis Penelitian.....	39
3.2 Jenis dan Sumber Data.....	39
3.3 Sampel Penelitian.....	40
3.4 Variabel Penelitian.....	42
3.4.1 Klarifikasi Variabel Penelitian	42
3.4.2 Definisi dan Operasional Variabel	42
3.5 Model Penelitian.....	43
3.6 Teknik Analisis Data.....	43
3.6.1 Menghitung <i>Return Saham</i>	43
3.6.2 Menghitung <i>Return Pasar</i>	44
3.6.3 Menghitung Nilai <i>Cross-Sectional Absolute</i> <i>Deviation (CSAD)</i>	44
3.6.4 Uji Asumsi Klasik	45
3.7 Metode Regresi	46
3.8 Pengujian Hipotesis	47
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	48
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	48
4.2 Analisis Statistik Deskriptif.....	49
4.3 Uji Asumsi Klasik	53
4.4 Analisis Regresi.....	60
4.5 Pengujian Hipotesis	66
4.6 Pembahasan	68
BAB V PENUTUP	76
5.1 Kesimpulan.....	76
5.2 Saran	77
DAFTAR PUSTAKA	78
LAMPIRAN	82

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terkait	32
Tabel 3.1 Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian	41
Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel	42
Tabel 4.1 Analisis Statistik Deskriptif pada Kondisi Pasar <i>General</i>	50
Tabel 4.2 Analisis Statistik Deskriptif pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	51
Tabel 4.3 Analisis Statistik Deskriptif pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	52
Tabel 4.4 Hasil Uji Heterokedastisitas pada Kondisi Pasar <i>General</i>	57
Tabel 4.5 Hasil Uji Heterokedastisitas pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	57
Tabel 4.6 Hasil Uji Heterokedastisitas pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	58
Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar <i>General</i>	59
Tabel 4.8 Hasil Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	59
Tabel 4.9 Hasil Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	60
Tabel 4.10 Hasil Regresi pada Kondisi Pasar <i>General</i>	61
Tabel 4.11 Hasil Regresi pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	63
Tabel 4.12 Hasil Regresi pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	65
Tabel 4.13 Uji t pada Kondisi Pasar <i>General</i>	66
Tabel 4.14 Uji t pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	67
Tabel 4.15 Uji t pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	68



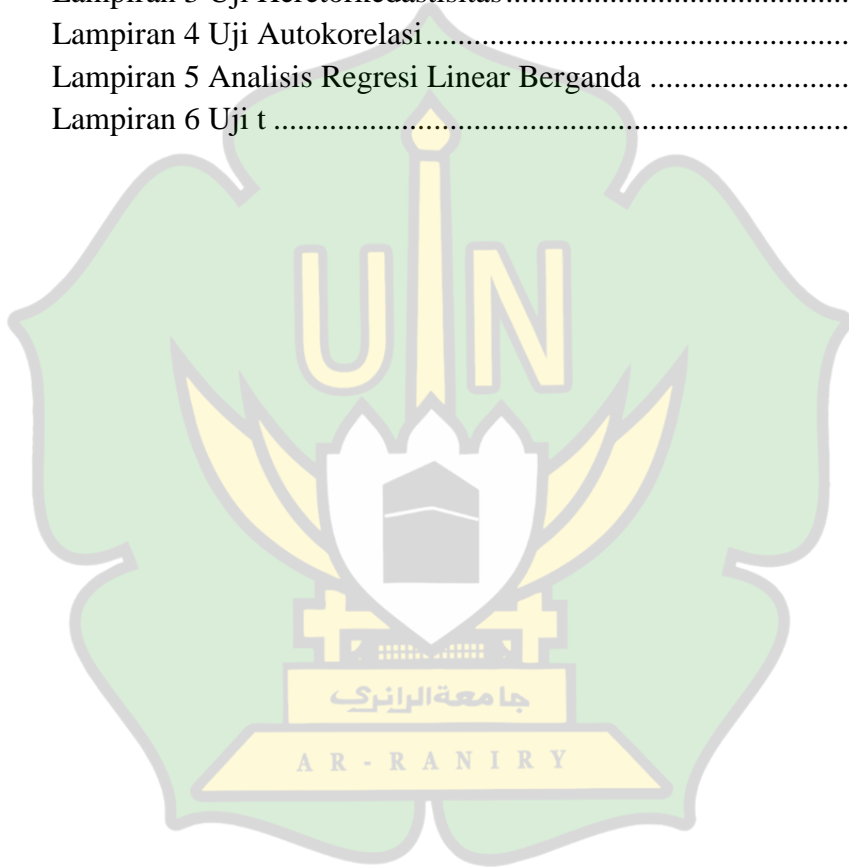
DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Grafik Pergerakan IHSG.....	7
Gambar 1.2 Grafik Pergerakan Indeks LQ45	9
Gambar 2.1 Skema Kerangka Berpikir	37
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas pada Kondisi Pasar <i>General</i>	54
Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas pada Kondisi Pasar <i>Bearish</i>	55
Gambar 4.3 Hasil Uji Normalitas pada Kondisi Pasar <i>Bullish</i>	56



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data CSAD, <i>Return</i> Pasar Absolut dan <i>Return</i> Pasar Kuadrat	82
Lampiran 2 Uji Normalitas.....	83
Lampiran 3 Uji Heretorkedastisitas.....	84
Lampiran 4 Uji Autokorelasi.....	85
Lampiran 5 Analisis Regresi Linear Berganda	86
Lampiran 6 Uji t	88



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Teori ekonomi dan keuangan didasarkan pada asumsi bahwa investor selalu bertindak rasional dalam mengambil keputusan investasi dengan mempertimbangkan semua informasi yang tersedia. Keputusan investasi (*investment decision*) merupakan keputusan yang ditetapkan investor terkait pengalokasian sejumlah dana dalam bentuk investasi. Menurut Tandelilin (2010), keputusan investasi dipengaruhi oleh tingkat keuntungan (*return*), risiko (*risk*) dan hubungan antara tingkat *return* dan *risk*. *Return* merupakan imbal hasil yang diharapkan dari aktivitas investasi yang dilakukan oleh investor sedangkan risiko adalah potensi kerugian dari aktivitas investasi tersebut. Investor dalam melakukan investasi didasarkan pada *trade off* antara *return* dan risiko. Investasi yang menawarkan risiko rendah akan menghasilkan tingkat *return* yang lebih rendah, sementara investasi dengan tingkat risiko tinggi berpotensi memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi pula. Keputusan apa pun yang diambil oleh investor bertujuan untuk memaksimalkan *return* dan meminimalkan risiko. Ada dua analisis yang dilakukan investor untuk mencapai tujuan tersebut yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental, namun ada bukti yang menunjukkan bahwa investor dapat bertindak tidak rasional ketika dihadapkan pada

ketidakpastian (Jiang et al., 2022, Bogdan et al., 2022 dan Wen et al., 2021). Sikap irasionalitas ini sangat dipengaruhi oleh faktor psikologis investor.

Ketidakmampuan keuangan klasik untuk menjelaskan bahwa investor selalu rasional dalam konsep pasar efisien terjadi karena adanya anomali yang dipengaruhi oleh psikologis investor, para peneliti keuangan dalam menjelaskan ketidakkonsistenan tersebut mulai mengaitkan dengan keuangan perilaku (*behavioral finance*). Keuangan perilaku menggabungkan teori psikologi perilaku dan kognitif dengan ekonomi konvensional dan keuangan untuk memberikan penjelasan mengapa pasar menjadi tidak efisien. Menurut Sewell (2007), Keuangan perilaku adalah studi mengenai bagaimana psikologi memengaruhi perilaku praktisi keuangan dan dampak selanjutnya pada pasar. Keuangan perilaku penting dalam proses pengambilan keputusan karena dapat memengaruhi keputusan investor secara nyata.

Baker dan Nofsinger (2010) mengklasifikasikan empat bidang keuangan perilaku yaitu *heuristics*, *framing*, *emotions* dan *market impact*. *Heuristics* adalah jalan pintas mental yang menyederhanakan metode kompleks untuk membuat suatu keputusan. *Framing* adalah persepsi investor untuk mbingkai suatu pilihan dari pemilihan yang investor dimiliki. *Emotions* adalah emosi dan kebutuhan alam bawah sadar yang universal, fantasi dan rasa takut yang mendorong setiap keputusan investor. Sedangkan *market impact* adalah anomali pasar yang memengaruhi

harga pasar dan kemungkinan dapat dijelaskan oleh psikologi. Asumsi yang mendasari keuangan perilaku adalah bahwa informasi dan karakteristik investor secara sistematis memengaruhi keputusan investor dan dampaknya terhadap pasar. Otak manusia seringkali memproses informasi menggunakan jalan pintas dan emosional. Proses ini memengaruhi pembuat keputusan sehingga investor dalam mengambil keputusan investasi sering bertindak dengan cara yang tidak rasional.

Salah satu akibat pengambilan keputusan investor yang tidak rasional adalah perilaku *herding* (Nofsinger dan Sias, 1999). Menurut Scharfstein & Stein (1990), Perilaku *herding* merupakan kondisi di mana investor meniru atau mengikuti keputusan investor lain sedangkan informasi mereka sendiri diabaikan. Fama (1970) mengembangkan teori pasar efisien yang menyatakan bahwa harga saham merefleksikan informasi-informasi yang tersedia di pasar dan investor akan selalu memperhatikan informasi tersebut dan bertindak cepat terhadap informasi tersebut. Asumsi ini sering gagal dalam praktiknya karena terdapat beberapa anomali yang terjadi di dalam pasar saham. *Herding* merupakan anomali perilaku keuangan yang membantah konsep pasar efisien. Investor tidak selalu dapat bertindak rasional di bawah tekanan risiko dan ketidakpastian, investor akan dipengaruhi oleh faktor psikologi yang menyebabkannya mengambil keputusan yang tidak rasional.

Salah satu ketidakpastian pasar keuangan berasal dari fenomena langka COVID-19. Pandemi COVID yang menyerang

dunia pada awal tahun 2020 telah menjadi ancaman bagi perekonomian global dan memicu meningkatnya ketidakpastian di pasar keuangan global. Penyebaran pandemi COVID menyebabkan bursa saham dunia mengalami penurunan harga yang signifikan, yang pada gilirannya berdampak pada *return* saham (Fauziyyah & Ersyafdi, 2021). Sadewo dan Cahyaningdyah (2022) menjelaskan bahwa investor cenderung mengikuti konsensus pasar tanpa mempertimbangkan fundamental perusahaan ketika terjadi pergerakan pasar yang ekstrem (*market stress*). Kondisi pasar yang ekstrem tersebut menimbulkan asimetri informasi (Bogdan et al., 2022; Bharti & Kumar, 2021). Asimetri informasi terjadi apabila investor memiliki informasi pasar yang lebih baik dari investor lainnya. Ketidakseimbangan informasi yang dimiliki antara satu investor dengan investor lainnya menimbulkan ketidakjelasan sumber informasi mengenai kondisi pasar yang sebenarnya sehingga investor yang rentan terhadap stres dan guncangan akan dilanda kepanikan. Investor tersebut dalam praktiknya lebih nyaman mengikuti perilaku investor lain dalam mengambil keputusan investasi mereka sehingga berujung pada efek *herding* di pasar saham.

Lao dan Singh (2011) mengungkapkan bahwa perilaku *herding* menyebabkan nilai fundamental saham menjadi rendah. Apabila keadaan tersebut berlangsung dalam waktu yang lama akan meningkatkan volatilitas harga saham yang akhirnya dapat menyebabkan gelembung dan mengidentifikasi inefisiensi pasar

saham. *Herding* sebagian besar disebabkan oleh sumber daya investor yang rendah, kurangnya keahlian investor, dan pengetahuan pasar investor yang tidak lengkap. Para investor yang memutuskan untuk membeli saham berdasarkan rumor atau rekomendasi dari orang lain mengakibatkan meningkatnya risiko pasar dan bahkan dapat menjadi pemicu kehancuran pasar saham (Huei Ng et al., 2022).

Perkembangan model pendeteksian *herding* diperkenalkan pertama kali oleh Christie dan Huang (1995) dengan menggunakan model *Cross-Sectional Standard Deviation* (CSSD). Model CSSD menyatakan bahwa *herding* dapat dilihat terutama saat periode *market stress*. Pada saat *market stress*, investor yang cenderung melakukan *herding* dan mengikuti konsensus pasar mengakibatkan *return* saham individual tidak terdeviasi jauh dari *return* pasar. Selanjutnya, Chang et al., (2000) memperkenalkan model *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) yang merupakan pengembangan dari model sebelumnya yaitu CSSD. Model CSAD memberikan tambahan hubungan non-linear antara nilai dispersi dengan *return* pasar yang akan menggambarkan periode *market stress*.

Chang et al. (2000) juga mengungkapkan bahwa perilaku *herding* banyak ditemukan di *emerging market*, hal ini disebabkan karena di negara *emerging market* sering terjadi pergerakan volatilitas yang tinggi. *Emerging market* adalah negara dengan ekonomi rendah pendapatan per kapita mulai menuju ke level

menengah. Indonesia sebagai salah satu negara *emerging market* memiliki pertumbuhan ekonomi positif beberapa tahun terakhir. Badan Pusat Statistik melaporkan bahwa ekonomi Indonesia tumbuh sebesar 5,31% tahun 2022 lebih tinggi dari tahun sebelumnya. Dengan pertumbuhan ekonomi yang meningkat, pasar saham Indonesia menjadi alternatif investor global maupun domestik untuk menempatkan investasi mereka.

Pasar saham Indonesia diawasi langsung oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). OJK merupakan lembaga keuangan yang memiliki wewenang untuk mengawasi dan mengatur pasar modal dan lembaga keuangan Indonesia. Berdasarkan pada data OJK (2019), BEI memiliki beberapa indeks saham yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks LQ45, Indeks IDX30, Indeks IDX80, Indeks Kompas100, Indeks Bisnis27, Indeks Investor33, Indeks MNC36, Indeks IDX SMC Composite, Indeks IDX SMC, Indeks Pefindo25, Indeks saham Syariah (ISSI), Jakarta Islamic Index (JII), Jakarta Islamic Index 70 (JII70), Indeks Bisnis-27, Indeks Sektoral, Indeks Papan Utama (*Main Board Indeks*), Indeks Papan Pengembangan (*Development Board Indeks*), Indeks SRI KEHATI, Indeks IDX High Dividend 20, Indeks IDX BUMN 20, Indeks Infobank, Indeks Sminfa 18 dan Indeks PEFINDO i-Grade.

Indeks yang menggambarkan pergerakan harga saham secara umum adalah IHSG. IHSG merupakan indeks yang menjadi tolak ukur kinerja keseluruhan saham perusahaan yang tergabung di BEI. IHSG digunakan untuk mengetahui pergerakan pasar

saham apakah sedang mengalami kenaikan atau penurunan. Pergerakan tersebut menggambarkan kondisi pasar *bullish* dan *bearish*. Menurut Abidin (2018) *Bullish* adalah kondisi ketika pasar sedang mengalami kenaikan dengan tingkat volatilitas pasar yang rendah, sedangkan *bearish* adalah kondisi ketika pasar sedang mengalami penurunan dengan tingkat volatilitas pasar yang tinggi. *Return* pasar yang bernilai positif menggambarkan kondisi pasar *bullish* sedangkan *return* pasar yang bernilai negatif menggambarkan kondisi pasar *bearish*. Grafik dari Pergerakan IHSG dapat dilihat berikut ini.

Gambar 1.1
Grafik Pergerakan IHSG



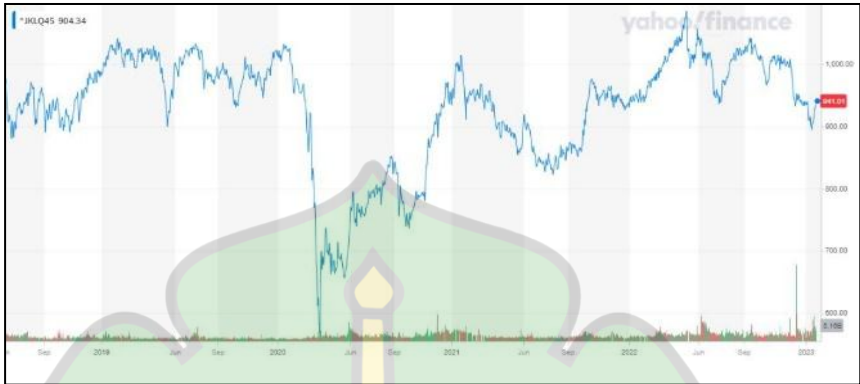
Sumber: Yahoo finance (2023)

Grafik di atas menunjukkan bahwa pada tahun 2019 secara garis besar pergerakan IHSG cenderung stabil. Harga tertinggi terjadi pada tanggal 6 Februari 2019 sebesar Rp6.547,87 sedangkan harga terendah terjadi pada tanggal 17 Mei 2019 sebesar Rp5.826,86. Tahun 2020 IHSG mulai mengalami penurunan dikarenakan terkonfirmasi kasus pertama COVID-19 di

Indonesia dan direspon sebagai sentimen negatif oleh investor (Sadewo & Cahyaningdyah, 2022). Pandemi ini telah membawa IHSG terkoreksi sangat dalam pada tanggal 28 Maret 2020 sebesar Rp3.937,64. Selanjutnya tahun 2021, IHSG masih terlihat melemah dengan harga terendah pada tanggal 19 Mei 2021 sebesar Rp5.760,58 dan tertinggi pada tanggal 22 November 2021 sebesar Rp6.723,39. Kemudian pada tahun 2022, IHSG semakin membaik hingga mencapai harga tertinggi pada tanggal 13 September 2022 sebesar Rp7.318,01 dan terendah pada tanggal 25 Januari 2022 sebesar Rp6.568,17.

Terjadinya penurunan atau kenaikan IHSG berdampak pula pada saham-saham berkapitalisasi besar yang tergabung dalam Indeks LQ45. Indeks LQ45 adalah indeks saham yang terdiri dari 45 perusahaan yang masuk ke dalam beberapa kriteria pemilihan. Selain penilaian terhadap likuiditas, pemilihan tersebut juga mempertimbangkan fundamental perusahaan dan kapitalisasi pasar. Indeks LQ45 adalah indeks pasar saham yang dapat menggambarkan keadaan Pasar Modal Indonesia, paling likuid dan banyak diminati oleh investor sehingga besar kemungkinan terdeteksi perilaku *herding* karena pada umumnya investor lebih tertarik melakukan investasi pada saham-saham yang memiliki nilai indeks terbaik (Tagar, 2020). Grafik dari pergerakan Indeks LQ45 dapat dilihat dari gambar berikut ini.

Gambar 1.2
Grafik Pergerakan Indeks LQ45



Sumber: Yahoo finance (2023)

Berdasarkan grafik tersebut, dapat dilihat bahwa tahun 2019 Indeks LQ45 berkinerja positif dan stabil dalam kondisi *market normal*, namun pada tahun 2020 terjadi penurunan kinerja Indeks LQ45. Trend penurunan Indeks LQ45 terendah terjadi pada tanggal 24 Maret 2020 hingga menyentuh harga Rp566,83 dengan kondisi *market stress*. Pelemahan yang sangat tajam tersebut diakibatkan oleh kenaikan kasus COVID-19 yang agresif di Indonesia sehingga timbul berbagai spekulasi dan berita terkait COVID yang bereaksi terhadap pasar dan menyebabkan fluktuasi pasar modal. Tahun 2021, Indeks LQ45 masih berada di bawah tekanan namun berangsur membaik pada masa pemulihan COVID dan terendah berada pada tanggal 30 Juli 2021 pada harga Rp823,04.

Indeks LQ45 pada tahun 2022 mulai berkinerja positif pada masa pemulihan COVID-19 meskipun masih dihadapkan oleh persoalan geopolitik baru yang terjadi di awal tahun 2022 yaitu invansi Rusia ke perbatasan Ukraina. Kondisi ini tentu memunculkan persoalan baru dimana Rusia merupakan salah satu negara eksportir minyak dan gas terbesar di dunia. Rusia juga merupakan negara yang menyuplai nikel, gandum dan biji bunga matahari ke negara-negara Eropa. Kondisi ini tentu dapat meningkatkan harga komoditi secara global. Negara-negara di Eropa dan Amerika Serikat mulai menerima efek dari konflik Rusia dan Ukraina yang memicu meningkatnya harga komoditi dan inflasi, di mana pada Juni 2022 tercatat inflasi di Amerika Serikat menyentuh angka 9.1% yang tertinggi dalam 41 tahun terakhir. Tingginya inflasi di Amerika Serikat juga memberikan dampak pada beberapa sektor di Indonesia.

Kondisi pasar yang tidak pasti, rumor serta asimetri informasi menyebabkan investor yang kurang informasi mencoba meniru keputusan investor lain yang memiliki informasi lebih baik dan menyebabkan timbulnya perilaku *herding* di pasar saham. Timbulnya perilaku *herding* menunjukkan perbedaan dalam periode waktu, negara atau wilayah dan sektor pasar sehingga membutuhkan pendeteksian yang lebih komprehensif (Sadewo dan Cahyaningdyah, 2022). Penelitian yang dilakukan Bogdan et al. (2022) yang mendeteksi *herding* di pasar saham Eropa pada saat sebelum dan selama pandemi COVID-19 menggunakan model

CSAD. Bogdan et al. (2022) mengklasifikasi pasar saham Eropa berdasarkan MSCI Market Classification Framework yaitu *developed markets*, *emerging markets* dan *frontier markets*. Hasil penelitian menyatakan bahwa sebelum pandemi COVID-19 tidak ditemukan adanya perilaku *herding* yang signifikan pada ketiga pasar negara sedangkan selama pandemi COVID-19 ditemukan adanya perilaku *herding* yang signifikan pada negara *emerging markets* (Romania, Kroasia, Lituania, Estonia dan Slovenia) dan *frontier markets* (Yunani, Turki, Hungaria, Ceko, dan Polandia) namun pada *developed markets* (Austria, Jerman, Inggris, Italia dan Prancis) tidak ditemukan adanya *herding* yang signifikan.

Huei Ng et al. (2022) melakukan penelitian untuk mendeteksi perilaku *herding* pada Indeks Chinext di Bursa Efek Cina. Hasil penelitian menyatakan bahwa ditemukan adanya perilaku *herding* yang signifikan selama periode pasar naik dan pasar turun. Lebih lanjut, Huei Ng et al. (2022) menjelaskan bahwa perilaku *herding* cenderung meningkat pada kondisi pasar jatuh daripada pasar naik. Selanjutnya, Penelitian yang dilakukan Sadewo dan Cahyaningdyah (2022) yang mendeteksi perilaku *herding* di Pasar Modal Indonesia selama pandemi COVID-19. Hasil penelitian menyatakan bahwa ditemukan adanya perilaku *herding* yang signifikan pada periode keseluruhan pasar ekstrem dan pasar *bearish*, sedangkan pada periode pasar *bullish* tidak ditemukan adanya perilaku *herding* yang signifikan. Penelitian

yang dilakukan oleh Yalçın dan Aybars (2022) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa tidak ditemukan adanya perilaku *herding* yang signifikan pada periode pasar naik dan turun di Bursa Efek Istanbul. Investor bertindak berdasarkan pemikiran rasional dan wawasan mereka sendiri baik saat kondisi pasar sedang naik maupun turun.

Penelitian mengenai perilaku *herding* bukanlah suatu hal yang baru, beberapa penelitian sebelumnya juga melakukan pendektasian perilaku *herding* yang terjadi pada pasar modal. Penelitian ini dilakukan pada saat dua fenomena besar yang berpengaruh terhadap perekonomian secara global yaitu Pandemi COVID-19 dan Invansi Russia ke Ukraina. Masa ini dipilih dikarenakan Indonesia menjadi salah satu negara tujuan investasi, sehingga dapat berpotensi terjadi perilaku *herding* pada pasar modal Indonesia khususnya Indeks LQ45 yang merupakan salah satu Indeks dengan prospek saham terbaik di Indonesia.

Berdasarkan fenomena dan *research gap* yang telah dipaparkan dari penelitian sebelumnya, tujuan penelitian ini adalah untuk mendeteksi perilaku *herding* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia periode 2021-2022. Selanjutnya menganalisis perilaku *herding* pada tiga kondisi pasar yaitu pasar *general*, *bearish* dan *bullish* untuk mengetahui lebih detail saat kapan perilaku *herding* dapat terjadi.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah sebelumnya, maka rumusan masalah di dalam penelitian ini yaitu:

1. Apakah terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *general* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia?
2. Apakah terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *bearish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia?
3. Apakah terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *bullish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalahnya di atas, maka dari tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *general* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *bearish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *bullish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut.

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sarana untuk memperluas wawasan dan ilmu pengetahuan serta menjadi pembanding atau dasar bagi penelitian selanjutnya. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber referensi terutama dalam ruang lingkup keuangan perilaku mengenai perilaku *herding* yang mungkin saja dapat ditimbulkan investor saham.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi acuan bagi investor untuk meningkatkan pemahaman tentang informasi pasar dengan melakukan pertimbangan fundamental perusahaan agar dapat menetapkan keputusan investasi yang tepat. Investor diharapkan dapat mengambil keputusan investasi secara rasional dengan memperhatikan aspek-aspek informasi yang berkaitan dan risiko pasar yang mungkin terjadi.

3. Manfaat Kebijakan

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi Kementerian Keuangan, OJK dan BEI untuk dapat menetapkan kebijakan dengan mengawasi sentimen berlebih di pasar sehingga tercipta pasar saham yang efisien, positif dan stabil.

1.5 Sistematika Pembahasan

Sistematika pembahasan bertujuan agar penyusunan penelitian yang sistematis sehingga dapat menghasilkan pembahasan yang baik, terarah serta mudah dipahami pembaca. sistematika pembahasan penelitian ini adalah sebagai berikut.

BAB I PENDAHULUAN

Bab pertama, terdiri dari pendahuluan yang berisi latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab kedua, terdiri dari penjelasan teori terkait pasar modal, Indeks LQ45, teori mengenai keuangan perilaku, perilaku *herding*, *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, *Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD)*, penelitian-penelitian terkait, keterkaitan antar variabel, kerangka berpikir serta hipotesis penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ketiga, terdiri dari metodologi penelitian yaitu jenis penelitian, sumber data penelitian, sampel penelitian, penjelasan mengenai variabel penelitian dan teknik dalam pengujian data yang akan dilakukan.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab keempat, terdiri hasil penelitian dan pembahasan lebih mendalam terkait hasil penelitian.

BAB V PENUTUP

Bab kelima, merupakan penutup yang di dalamnya memuat kesimpulan dan saran penelitian.



BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

Pasar modal merupakan pasar yang melakukan kegiatan jual beli sekuritas sebagai tempat pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana. Menurut UU No.8 tahun 1995, Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik, tempat di mana terjadinya jual beli berbagai sekuritas. Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian Indonesia. Investor sebagai pihak yang memiliki kelebihan dana berpeluang menanamkan modalnya pada sekuritas dengan harapan di masa depan dapat memperoleh tingkat *return* yang paling optimal. Sektor-sektor yang memiliki tingkat *return* relatif tinggi merupakan sektor-sektor yang aktif diperdagangkan di pasar. Sedangkan kepada pihak yang membutuhkan dana seperti perusahaan dapat menggunakan dana-dana tersebut untuk mengembangkan perusahaannya. Alternatif dari pendanaan tersebut dapat menunjang meningkatnya kegiatan perekonomian negara (Tandelilin, 2010).

Pasar modal terdiri dari dua yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Pada pasar perdana, untuk pertama kalinya perusahaan

emiten melakukan penjualan sekuritas kepada investor umum. Prospektus perusahaan akan dipublikasikan sebelum perusahaan menawarkan sekuritasnya di pasar perdana. Prospektus adalah informasi detail perusahaan yang ingin melakukan *go public* terkait profil dan laporan keuangan. Prospektus berisi penawaran umum yang memberikan gambaran terkait kondisi perusahaan kepada calon investor agar investor dapat mengetahui prospek perusahaan di masa depan, dan selanjutnya tertarik untuk membeli sekuritas yang diterbitkan emiten tersebut. Pada pasar sekunder, sekuritas emiten setelah terlaksananya penawaran pada pasar perdana dapat diperjualbelikan kembali oleh dan antar investor. Oleh sebab itu, investor dapat menghasilkan keuntungan di pasar sekunder sedangkan perusahaan memperoleh dana dari investor pada pasar perdana.

Salah satu sekuritas yang diperdagangkan di dalam pasar modal adalah saham. Saham adalah instrumen pasar modal yang paling banyak diminati investor karena memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Menurut Tandelilin (2010), saham adalah sertifikat atau surat bukti kepemilikan perusahaan. Saham menyatakan hak investor terhadap pendapatan dan kekayaan dari suatu perusahaan. Harga saham akan mencerminkan nilai dari perusahaan yang bersangkutan dan ditentukan oleh pelaku pasar berdasarkan pada transaksi jual beli saham diperdagangan bursa (Hartono, 2022). Tinggi rendahnya harga saham berasal dari permintaan dan penawaran yang berlaku. Ketika minat para

investor pada suatu perusahaan besar maka harga saham perusahaan bersangkutan mengalami kenaikan dan berdampak pada citra perusahaan yang baik di mata investor. Menurut Widoatmodjo (dikutip dalam Dewi, 2019) menyebutkan bahwa harga saham terdiri dari beberapa jenis yaitu:

1. Harga Nominal, harga yang ditetapkan oleh perusahaan dan tertera pada sertifikat saham sebagai nilai per lembar saham yang dikeluarkan.
2. Harga Perdana, harga yang pertama kali tercantum di bursa efek. Umumnya harga perdana ditetapkan pada bursa efek oleh penjamin emisi (*underwriter*) dan emiten.
3. Harga pasar, harga jual dari satu investor kepada investor lainnya dan telah diumumkan oleh media atau surat kabar.
4. Harga pembukaan, harga pertama yang diminta oleh penjual atau pembeli pada saat bursa efek dibuka.
5. Harga penutupan, harga terakhir yang diminta oleh penjual atau pembeli sebelum ditutupnya bursa efek.
6. Harga tertinggi, harga paling tinggi satu hari bursa. Pada saat hari kerja bursa dibuka sampai waktu penutupan akan ada harga paling tinggi yang tercatat di historis harga saham.
7. Harga terendah, harga terendah satu hari bursa. Pada saat hari kerja bursa dibuka sampai waktu penutupan akan ada harga paling rendah yang tercatat di historis harga saham.

8. Harga rata-rata, yaitu harga rata-rata harga saham tertinggi dan harga terendah saham.

2.2 Indeks LQ45

Indeks pasar saham (*stock market indexes*) berisi informasi terkait kinerja pasar pada periode waktu tertentu. Menurut Tandelilin (2010), Indeks pasar saham merupakan indikator yang mengukur kinerja saham-saham di pasar yang disebut juga sebagai indeks harga saham (*stock price index*). Indeks LQ45 adalah salah satu indeks pasar mengukur 45 saham yang memiliki likuiditas yang tinggi serta kapitalisasi pasar yang besar. Indeks LQ45 diciptakan untuk memantau kecenderungan pasar dan perkembangan pergerakan harga saham. Perkembangan dan tingkat likuiditas dari IHSG dianggap kurang mencerminkan kondisi sebenarnya yang terjadi di Bursa efek karena intensitas transaksi saham yang diperdagangkan berbeda-beda. Sebagian saham memiliki nilai transaksi yang sangat tinggi dan aktif diperdagangkan, namun sebagian saham lainnya memiliki nilai transaksi yang relatif sedikit dan cenderung bersifat pasif. Pasar saham Indonesia menjawab masalah tersebut dengan menggunakan Indeks LQ45. Indeks LQ45 berisi 45 saham di BEI yang memiliki likuiditas yang tinggi, kapitalisasi pasar yang besar serta lolos seleksi beberapa kriteria pemilihan. Kriteria-kriteria yang digunakan untuk memilih 45 saham yang masuk ke dalam Indeks LQ45 sebagai berikut:

1. Termasuk urutan 60 saham terbesar berdasarkan total transaksi saham di pasar reguler selama 12 bulan terakhir.
2. Termasuk urutan 60 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar selama 12 bulan terakhir.
3. Telah tercatat minimal selama 3 bulan di BEI.
4. Mempunyai kondisi keuangan dan juga prospek pertumbuhan perusahaan baik.

Indeks LQ45 diperkenalkan pertama kali pada tanggal 24 Februari 1997. Hari dasar untuk perhitungannya adalah 13 Juli 1994 dengan nilai dasar 100. Selanjutnya, bursa efek secara rutin melakukan evaluasi dalam memantau perkembangan kinerja 45 saham yang tergabung dalam penghitungan Indeks LQ45. Setiap enam bulan sekali yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus dilakukan penggantian saham. Saham yang tidak memenuhi kriteria seleksi akan dikeluarkan dari perhitungan indeks dan selanjutnya diganti dengan saham yang telah memenuhi kriteria pemilihan indeks (Tandelilin, 2010).

2.3 Keuangan Perilaku

Keuangan klasik melihat bahwa pengaturan keuangan tidak diisi oleh manusia yang rawan kesalahan dan emosional dalam bersikap, melainkan oleh pelaku keuangan yang mengagumkan. Investor secara konsisten bertindak rasional dengan melakukan pemrosesan setiap informasi yang tersedia dan memiliki preferensi yang dapat dijelaskan dengan baik oleh teori utilitas

yang diharapkan. Fama (1970) menyebutkan keuangan klasik sebagai hipotesis pasar efisien adalah di mana investor selalu bertindak rasional, yang berarti bahwa keputusan investor akan didasarkan pada informasi yang relevan untuk memaksimalkan keuntungan. Model seperti ini tidaklah sesuai dengan realitas yang ada karena para ekonom mulai menemukan anomali pasar yang tidak dapat dijelaskan oleh keuangan klasik. Keuangan perilaku kemudian mengganti model pelaku keuangan klasik dengan lebih realistis. Investor terkadang dapat bertindak tidak rasional dan dibingungkan dengan informasi yang ada. Menurut Baker dan Nofsinger (2010), keuangan perilaku adalah studi yang berkaitan dengan pengaruh psikologi kognitif perilaku praktisi keuangan dan dampaknya terhadap pasar, yang membantu menjelaskan mengapa pasar menjadi tidak efisien. Selanjutnya, Fuller (1998) menjelaskan konsep keuangan perilaku ke dalam tiga poin penting. Pertama, keuangan perilaku adalah integrasi antara ekonomi dan keuangan klasik dengan psikologi dan ilmu pengambilan keputusan. Kedua, keuangan perilaku adalah upaya untuk menjelaskan penyebab beberapa anomali keuangan yang telah diamati dan dibukukan dalam literasi keuangan dan ketiga, keuangan perilaku adalah studi tentang investor yang secara sistematis membuat kesalahan dalam penilaian atau kesalahan mental (*mental mistakes*).

Kuangan perilaku dapat didefinisikan sebagai pendekatan yang menjelaskan bagaimana setiap investor mengambil sebuah keputusan yang dipengaruhi oleh faktor psikologisnya. Keuangan

perilaku memperhatikan aspek perilaku investor dan membantu investor untuk mengenali kesalahan mereka dan investor lain. Dampak psikologis dari investor tersebut dapat memengaruhi pergerakan harga di pasar keuangan. Menurut Barberis & Thaler (2003), keuangan perilaku terdiri dari dua bagian yaitu batas arbitrase (*limit to arbitrage*) dan psikologi (*psychology*).

Batas arbitrase menjelaskan bagaimana kaitan interaksi antara investor rasional dan irasional. Penyimpangan harga aset dari nilai fundamentalnya mengindikasikan adanya *mispricing* yang disebabkan oleh investor irasional, investor rasional akan kesulitan memperbaiki harga saham karena berisiko dan membutuhkan biaya. Sedangkan psikologi menjelaskan bagaimana penyimpangan tersebut terjadi dari aspek psikologi kognitif yang muncul ketika investor membentuk kepercayaan (*beliefs*) dari preferensi investor lain (*preferences*).

Baker dan Nofsinger (2010) menjelaskan empat bidang keuangan perilaku yaitu :

1. *Heuristics*. *Heuristics* sering disebut sebagai aturan praktis. *Heuristics* adalah saranan mengurangi sumber daya kognitif yang diperlukan untuk menemukan solusi suatu masalah. *Heuristics* merupakan jalan pintas mental yang menyederhanakan metode kompleks dalam membuat suatu penilaian. *Heuristics* dapat didefinisikan sebagai jalan pintas investor memperoleh informasi untuk menentukan keputusan investasi dengan cepat dan efisien, meskipun

keputusan tersebut belum tentu optimal. Penyederhanaan pengambilan keputusan dapat menghasilkan keputusan yang tidak rasional.

2. *Framing*. Persepsi orang tentang pilihan yang mereka miliki sangat dipengaruhi oleh bagaimana pilihan tersebut dibingkai atau dipahami. Perkiraan investor tentang pasar saham bervariasi, tergantung bagaimana reaksi mereka terhadap harga saham di masa depan. *Framing* merupakan perbedaan reaksi investor ketika mendapatkan informasi, yang mana reaksi tersebut memengaruhi cara penyampaian dari informasi tersebut.
3. *Emotions*. Emosi dan kebutuhan alam bawah sadar manusia yang universal, fantasi dan rasa takut yang mendorong setiap keputusan investor. Keynes (1936) menggambarkan “*animal spirit*” sebagai perilaku investor yang kemudian membentuk pasar keuangan. Premis dasarnya adalah cara halus dan kompleks perasaan manusia menentukan realitas psikis dalam penilaian investasi mereka dan dapat menjelaskan bagaimana pasar secara berskala menjadi tidak efisien.
4. *Market Impact*. Kesalahan dan bias kognitif individu dan kelompok akan memengaruhi pasar dan harga saham. Anomali pasar saham yang terjadi kemungkinan dapat dijelaskan dari sisi psikologi investor. Anomali tersebut dapat menyebabkan terjadinya penyimpangan harga saham

dan memperburuk inefisiensi pasar saham.

2.4 Perilaku *Herding*

Perilaku *herding* adalah salah satu fenomena di dalam pasar keuangan yang berkaitan dengan tindakan irasional investor. Perilaku *herding* merupakan kecenderungan investor mengikuti keputusan investor lain tanpa melakukan pertimbangan rasional. Bikhchandani dan Sharma (2000) mendefinisikan Perilaku *herding* sebagai kondisi ketika investor cenderung meniru tindakan investor lain yang mereka yakini memiliki informasi yang lebih baik, sementara pengetahuan mereka sendiri diabaikan. Investor dinyatakan *herding* ketika investor mengubah keputusan investasi yang awalnya ingin melakukan investasi menjadi tidak melakukan investasi, karena melihat investor lain mengubah keputusan investasinya. Perilaku *herding* merupakan fenomena jangka pendek yang disebabkan oleh perilaku investor yang instan dan dinamis dan perilaku *herding* lebih lazim selama periode pasar yang sedang bergejolak, menggarisbawahi kecenderungan investor untuk merasakan rasa aman dalam opini masyarakat selama ketidakpastian yang tinggi.

Menurut Nofsinger dan Sias (1999), Perilaku *herding* adalah sekelompok investor yang berdagang ke arah yang sama selama periode waktu tertentu. Perilaku *herding* merefleksikan respons investor yang irasional sehingga mengimplikasikan nilai fundamental aset yang menyimpang dari nilai ekuilibriumnya.

Apabila investor mengabaikan informasi pribadi dan mengikuti konsensus pasar saat kondisi *market stress*, *return* saham individual tidak akan berpisah (*diverge*) secara substansial dari *return* pasar yang menyebabkan penurunan tingkat penyebaran (*deviation*) pada periode tersebut (Chang et al., 2000).

2.4.1 Jenis Perilaku *Herding*

Menurut Bikhchandani dan Sharma (2000), Perilaku *herding* dibedakan menjadi dua yaitu *herding* yang disengaja (*intentional herding*) dan *herding* yang tidak disengaja (*spurious/unintentional herding*).

1. *Intentional Herding*

Intentional herding berasal dari keinginan yang kuat dari investor untuk meniru investor lain. Jenis Perilaku *herding* seperti ini menandakan bahwa investor menekan keyakinan mereka sendiri dan dengan sengaja meniru keputusan investor lain dan mengikuti konsensus pasar. *Intentional herding* terjadi ketika investor berada di lingkungan informasi yang tidak sempurna. Investor yang menghadapi kesulitan dalam menginterpretasikan data yang tidak sempurna mencoba meniru keputusan investor lain yang memiliki informasi yang lebih baik. *Intentional herding* menyebabkan harga saham tidak mencerminkan nilai fundamentalnya sehingga dapat meningkatkan gelembung dan menyebabkan penurunan kinerja pasar

saham. Beberapa indikator dari *intentional herding* yaitu hanya sedikit informasi yang dapat diandalkan, keputusan investasi dibuat berdasarkan euphoria dan kepanikan, serta dapat menyebabkan pasar lebih volatil.

2. *Spurious Herding*

Spurious herding adalah situasi di mana investor mengambil keputusan yang sama dikarenakan menerima informasi yang sama dan menganalisis saham dengan faktor-faktor yang sama mengenai kinerja sama ke depannya. Jenis Perilaku *herding* ini mencerminkan perilaku rasional karena investor bertindak bersamaan terhadap informasi yang diterima. Investor tidak membalikkan keputusan mereka setelah mengamati investor lain, sebaliknya mereka bereaksi terhadap informasi publik yang umum diketahui, seperti kenaikan suku bunga. *Spurious herding* terjadi ketika investor dalam mengambil keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh tindakan investor lain. Beberapa indikator dari *spurious herding* yaitu keputusan investasi dibuat setelah melakukan analisis yang rasional, terdapat banyak informasi yang dapat diandalkan dan dapat meningkatkan efisiensi pasar saham. Pada praktiknya masih sulit untuk membedakan jenis perilaku *herding* yang diakibatkan oleh *spurious herding* atau *intentional herding* (Bikhchandani dan Sharma, 2000).

2.4.2 Penyebab Perilaku *Herding*

Menurut Gutierrez & Kelley, 2009, terdapat empat alasan mengapa investor instuisi berdagang ke arah yang sama. Pertama, mereka menganalisis informasi yang sama. Umumnya *emerging market* mengolah informasi mikro yang lebih terbatas dan cenderung fokus pada informasi makro. Kedua, mereka lebih memilih saham dengan karakteristik “*prudent*”, “*liquid*” atau saham-saham “*better-known*”. Ketiga, manajer investasi dalam menjaga reputasi mereka memilih untuk meniru keputusan manajer investasi lain karena takut akan kesalahan pada analisis investasinya, manajer yang kurang terampil cenderung mengikuti tindakan atau arahan dari manajer yang dianggap lebih terampil. Keempat, manajer investasi mengikuti valuasi harga saham manajer investasi lainnya. Hal ini kemungkinan terjadi karena adanya tekanan antar sesama manajer investasi (*peer pressure*).

Economou et al. (2011) mengungkapkan bahwa penyebab perilaku *herding* di *emerging market* adalah sistem keuangan dan regulasi keuangan negara yang lemah, pasar didominasi oleh investor institusi dan investor ritel yang tidak kompeten dan ketergantungan investor pada kondisi pasar modal internasional. Menurut Rahayu et al., (2019) faktor-faktor yang menyebabkan perilaku *herding* di antaranya sentimen negatif investor terhadap saham yang dianalisis, adanya intensif dan kekhawatiran karier manajer investasi, risiko dan ketidakpastian pasar, krisis ekonomi/keuangan, kenaikan suku bunga, depresiasi mata uang,

lingkungan informasi yang tidak sempurna dan kualitas transparansi yang rendah. Investor melakukan *herding* bertujuan untuk menghindari risiko kesalahan pengambilan keputusan investasi dengan mengikuti keputusan yang berkembang di antara kelompok investor lain.

2.4.3 Akibat Perilaku *Herding*

Keputusan investor untuk mengikuti keputusan mayoritas (*herding*) dapat menyebabkan efek yang berbeda pada harga saham. Investor institusi yang berpengalaman maka perilaku *herding* dapat menggerakkan harga saham ke arah harga asli (*intrinsic value*), sebaliknya investor institusi dapat menjauhkan harga saham dari harga aslinya ketika perilaku *herding* berdasarkan karakteristik preferensi dan reputasi manajer tersebut (Gutierrez & Kelley, 2009).

Menurut Saastamoinen (2008), perilaku *herding* merupakan perilaku investor yang menjual atau membeli saham tanpa alasan yang mendasarinya untuk melakukan investasi. Pada saat perilaku *herding* terjadi, investor melakukan investasi dan mengabaikan perhitungan risiko atau imbal hasil yang akan investor dapatkan. Investor mungkin saja melakukan jenis investasi yang sebenarnya tidak mereka pahami dan mengambil risiko yang sebenarnya tidak dibutuhkan. Menurut Hwang dan Salmon (2004) dampak dari perilaku *herding* yaitu timbulnya fenomena pasar seperti fluktuasi harga saham yang meningkat,

jatuhnya harga saham, fenomena efek kalender, tidak ekuilibriumnya antara harga dan fundamental perusahaan yang dapat menyebabkan pasar menjadi tidak efisien.

2.5 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CAPM adalah model keseimbangan yang menjelaskan hubungan antara tingkat *return* dan risiko suatu aset. Dalam kondisi ekuilibrium, tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*) dipengaruhi oleh risiko aset tersebut. CAPM menyatakan bahwa tingkat *return* yang diharapkan pada aset yang berisiko diperoleh dari tingkat pengembalian bebas risiko (*risk free rate*) dan premi risiko pasar (*market risk premium*) (Bodie & Kane, 2020). Apabila risiko aset tersebut tinggi, investor juga akan mengharapkan tingkat *return* yang tinggi.

Hubungan antara tingkat *return* yang diharapkan dengan tingkat pengembalian bebas risiko adalah sebagai berikut:

$$E_t(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) \dots\dots\dots (2.1)$$

Keterangan :

- $E_t(R_i)$: Ekspektasi *return* saham i pada periode t
- R_f : Tingkat pengembalian bebas risiko
- β_i : Beta portofolio aset
- $(E(R_m) - R_f)$: Premi risiko pasar

2.6 Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD)

Model penetapan harga rasional (*Rational Asset Pricing Model*) menyatakan hubungan yang linear dan positif antara nilai dispersi dengan *return* pasar. Apabila investor mengikuti konsensus pasar maka hubungan linear dan positif antara nilai dispersi dengan *return* pasar selama pergerakan harga yang tidak wajar tidak dapat terbentuk lagi. Sebaliknya, hubungan tersebut berubah menjadi hubungan non-linear positif atau negatif. Chang et al. (2000) menggunakan regresi non-linear untuk mengukur hubungan antara nilai dispersi dengan *return* pasar.

Persamaan dalam mencari hubungan non-linear sebagai berikut:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_t \dots\dots\dots (2.2)$$

Keterangan:

- α : Konstanta
- γ_1 : Koefisien linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar
- γ_2 : Koefisien non-linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar
- $R_{m,t}$: *Return* pasar pada periode t (*return* bulanan)
- ε_t : *Standard error*

Nilai absolut $R_{m,t}$ digunakan untuk membuktikan koefisien linear. Apabila investor melakukan *herding* selama pergerakan volatilitas yang tinggi, akan terbentuk hubungan non-linear antara CSAD dengan *return* saham. Hubungan ini dilihat dari koefisien γ_2 negatif dan signifikan secara statistik.

2.7 Keterkaitan Variabel

2.7.1 Hubungan *Return* Pasar dengan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD)

Untuk menganalisis perilaku *herding*, maka digunakan metode yang diperopori oleh Chang et al., (2000). Apabila investor mengambil keputusan investasi berdasarkan konsensus pasar maka *return* saham tidak akan menyimpang jauh dari *return* pasar. Nilai dispersi digunakan untuk mengukur seberapa dekat *return* saham individual dengan *return* pasar. Nilai dipersi yang digunakan adalah CSAD. Perilaku *herding* terdeteksi apabila nilai dispersi menurun dan terjadinya hubungan non-linear antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar (Chang et al., 2000).

2.8 Penelitian Terkait

Tabel 2.1
Penelitian Terkait

No.	Judul Penelitian	Metode penelitian	Hasil Penelitian	Persamaan	Perbedaan
1	Exploring Herding Behavior in An Innovative-Oriented Stock Market: Evidence From Chinext (Huei-Ng, Zhuang, Toh, Ong, Teh 2022).	CSAD	Terdapat perilaku <i>herding</i> pada periode pasar naik (<i>up market</i>) maupun pasar turun (<i>down market</i>) di Bursa Saham Cina.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada Indeks Chinext di Bursa efek Shenzhen.

2	Investor Herding Behavior in Extreme Conditions during COVID-19: Study On Indonesian Stock Market (Sadewo dan Cahyaningdy., 2022).	CSAD	Terdapat perilaku <i>herding</i> pada periode keseluruhan pasar ekstrem dan pasar <i>bearish</i> selama pandemi COVID-19 namun tidak terdapat perilaku <i>herding</i> pada periode pasar <i>bullish</i> selama pandemi COVID-19 di Bursa Efek Indonesia.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada IDX80.
3	Investor's Herding Behavior in Asian Equity Markets during COVID-19 Period (Jiang, Wen dan Cui, 2022).	CSAD	Terdapat perilaku <i>herding</i> di Bursa Saham Asia selama pandemi COVID-19	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada Indeks TOPIX (Jepang), Indeks Shanghai A-Share (Cina Daratan), Indeks KOSDAQ (Korea Selatan), pasar utama Hongkong dan keseluruhan pasar Singapura dan Taiwan di Bursa Efek Asia.

4	Herding Behavior in Developed, Emerging, and Frontier European Stock Markets during COVID-19 Pandemic (Bogdan, Suštar, Draženović, 2022).	CSAD	Terdapat perilaku <i>herding</i> di Bursa Saham Eropa pada <i>emerging market</i> (Romania, Kroasia, Lituania, Estonia dan dan Slovenia) <i>Frontier market</i> (Yunani, Turki, Hungaria, Ceko, dan Polandia) namun tidak terdapat perilaku <i>herding</i> pada <i>development market</i> (Austria, Jerman, Inggris, Italia dan Prancis).	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan di Bursa Saham Eropa.
---	---	------	---	--	--



5	Testing for Herd Behavior in Bursa Istanbul during the COVID-19 Pandemic (Yalçın dan Aybars, 2022).	CSAD	Tidak terdapat perilaku <i>herding</i> pada Indeks BIST 100 di Bursa Saham Istanbul. Investor bertindak berdasarkan pemikiran rasional dan wawasan mereka sendiri selama pergerakan pasar yang ekstrem pada kondisi pasar naik maupun turun di tengah wabah COVID-19.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan di Bursa Saham Istanbul.
6	Exploring Herding Behaviour in Indian Equity Market During COVID-19 Pandemic: Impact Of Volatility And Government Response (Bharti dan Kumar, 2021).	CSAD	Terdapat perilaku <i>herding</i> di Bursa Saham India selama pandemi COVID-19.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan di Bursa Saham India.

7	Herding Behaviour in Australian Stock Market: Evidence on COVID-19 Effect (Méndez dan Arias, 2020).	CSAD	Terdapat perilaku <i>herding</i> pada periode 3 Januari 2000-19 Juni 2020 dan pandemi COVID-19 meningkatkan <i>herding</i> di Bursa Saham Eropa.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada Indeks CAC 40 (Prancis), Indeks DAX 30 (Jerman), FTSE MIB (Italia), Indeks FTSE 1000 (Inggris) dan Indeks Ibex 35 (Spanyol) di Bursa saham Eropa.
8	Analisis Perilaku <i>Herding</i> Pada Saham IPO Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2019 (Hasanah dan Akriana, 2022).	CSAD	Tidak terdapat perilaku <i>herding</i> selama periode 2010-2019 di Bursa Efek Indonesia.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada Saham IPO periode 2010-2019.
9	Analisis Perilaku <i>Herding</i> pada Indeks Sri-Kehati saat Kondisi Pandemi COVID-19 (Simanjuntak dan Dewi, 2022).	CSAD	Tidak terdapat perilaku <i>herding</i> pada Indeks SRI-KEHATI selama Pandemi COVID-19.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada Indeks SRI-KEHATI.

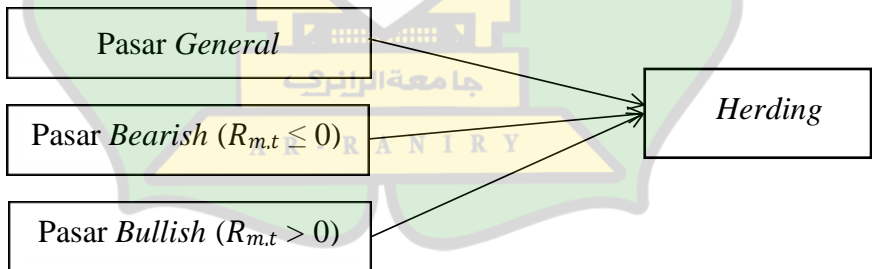
10	Analisis Perilaku <i>Herding</i> Investor Pada Saham LQ45 di Pasar Modal Indonesia (Pasaribu, 2018).	CSAD	Tidak terdapat perilaku <i>herding</i> saat kondisi pasar turun dan naik di Pasar Modal Indonesia.	Variabel dependen: CSAD Variabel Independen: <i>Return</i> pasar (R_{mt})	Penelitian ini dilakukan pada periode Januari 2013 sampai Desember 2015.
----	--	------	--	--	--

Sumber: Data diolah (2023)

2.9 Kerangka Berpikir

Menurut Sugiyono (2021), kerangka berpikir merupakan model konseptual mengenai teori yang berhubungan dengan faktor-faktor yang telah diidentifikasi sebelumnya pada proses penelitian. Pada penelitian ini, kondisi pasar terbagi menjadi tiga yaitu pasar *general*, *bearish* dan *bullish* yang digunakan untuk mendeteksi perilaku *herding*. Adapun skema kerangka berpikir ditunjukkan pada Gambar 2.1 berikut ini.

Gambar 2.1 Skema Kerangka Berpikir



2.10 Hipotesis

Menurut Sugiyono (2021), hipotesis adalah pernyataan atau dugaan sementara dari rumusan masalah, di mana rumusan masalah telah dinyatakan ke dalam bentuk kalimat pertanyaan.

Hipotesis di dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : Terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *general* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia

H₂ : Terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *bearish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia

H₃: Terdapat perilaku *herding* saat kondisi pasar *bullish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif yang tergolong dalam penelitian asosiatif yaitu penelitian yang mencari hubungan antara dua variabel atau lebih. Metode penelitian kuantitatif merupakan metode penelitian yang berdasar data konkret, memuat data berupa angka-angka yang diukur dengan statistik serta bertujuan untuk menguji suatu hipotesis yang telah ada (Sugiyono, 2021).

3.2 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Menurut Sugiyono (2021) data sekunder merupakan data yang didapatkan secara tidak langsung melalui publikasi yang telah diolah oleh pihak lain yang memiliki wewenang. Data sekunder yang digunakan berbentuk data *time series* bulanan periode Januari 2021-Desember 2022. Penelitian ini menggunakan data *closing price* secara bulanan pada saham perusahaan LQ45 dan Indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022. Data bersumber dari website IDX dan *yahoo finance*. Pada penelitian ini kondisi pasar terbagi menjadi tiga yaitu pasar *general*, *bearish*, dan *bullish*.

3.3 Sampel Penelitian

Menurut Sugiyono (2021) sampel merupakan sebagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh subjek atau objek penelitian. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung pada Indeks LQ45 di BEI periode Januari 2021-Desember 2022. Teknik penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu teknik penarikan sampel dengan pertimbangan beberapa kriteria-kriteria tertentu yang telah ditetapkan oleh peneliti, yaitu:

1. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu perusahaan yang sahamnya masuk pada indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022;
2. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu perusahaan yang paling aktif secara konsisten tergabung sebagai anggota indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022;

Berdasarkan penyeleksian menurut kriteria di atas, maka diperoleh sampel penelitian berjumlah 34 perusahaan sebagai berikut:

Tabel 3.1
Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan
1	ADRO	Adaro Energy Indonesia Tbk.
2	ANTM	Aneka Tambang Tbk.
3	ASII	Astra International Tbk.
4	BBCA	Bank Central Asia Tbk.
5	BBNI	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk.
6	BBRI	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk.
7	BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk.
8	BMRI	Bank Mandiri (Persero) Tbk.
9	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk
10	ERAA	Erajaya Swasembada Tbk.
11	EXCL	XL Axiata Tbk.
12	HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.
13	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
14	INCO	Vale Indonesia Tbk.
15	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
16	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.
17	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.
18	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk.
19	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.
20	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
21	MDKA	Merdeka Copper Gold Tbk.
22	MEDC	Medco Energi Internasional Tbk.
23	MIKA	Mitra Keluarga Karyasehat Tbk.
24	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.
25	PGAS	Perusahaan Gas Negara Tbk.
26	PTBA	Bukit Asam Tbk.
27	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
28	TBIG	Tower Bersama Infrastructure Tbk.
29	TLKM	Telkom Indonesia (Persero) Tbk.
30	TOWR	Sarana Menara Nusantara Tbk.
31	UNTR	United Tractors Tbk.
32	UNVR	Unilever Indonesia Tbk.
33	TPIA	Chandra Asri Petrochemical Tbk.

34	WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.
----	------	-----------------------------

Sumber: IDX (2023)

3.4 Variabel Penelitian

3.4.1 Klarifikasi Variabel Penelitian

Variabel penelitian terdiri dari dua yaitu variabel dependen (terikat) dan variabel independen (bebas). Menurut Sugiyono (2021) variabel dependen merupakan variabel yang menjadi akibat atau variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel dependen di dalam penelitian ini adalah nilai dispersi (CSAD). Variabel bebas adalah variabel yang menjadi sebab atau variabel yang memengaruhi variabel dependen. Variabel bebas di dalam penelitian ini adalah *return* pasar.

3.4.2 Definisi dan Operasional Variabel

Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel

VARIABEL	DEFINISI	PENGUKURAN	SKALA
<i>Return</i> pasar (R_{mt})	selisih dari harga (bulanan) akhir periode dengan awal periode yang tercantum di indeks LQ45.	$(R_{mt}) = \left(\frac{LQ45_t - LQ45_{(t-1)}}{LQ45P_{(t-1)}} \right)$	Rasio
Nilai dispersi (CSAD)	Pengukuran seberapa jauh perbedaan rata-rata <i>return</i> saham individual dengan <i>return</i> pasar (bulanan).	$CSAD_t = \frac{1}{N} + \sum_{i=1}^N (R_{i,t} - R_{LQ45t})$	Rasio

Sumber: Data diolah (2023)

3.5 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan di dalam penelitian ini merupakan model yang dikembangkan oleh Chang et al., (2000). Pendekatan CSAD dianggap memiliki dasar teoritis yang jelas dan dapat ditelusuri oleh CAPM serta mampu mendeteksi perilaku *herding* di pasar saham (Sadewo & Cahyaningdyah). Penelitian yang telah berhasil menggunakan model ini dalam mendeteksi perilaku *herding* adalah Sadewo dan Cahyaningdyah (2022), Bogdan et al., (2022) dan Jiang et al., (2022). Model CSAD dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 |R_{m,t}|^2 + \varepsilon_t \dots\dots\dots (3.1)$$

Keterangan:

- α : Konstanta
- γ_1 : Koefisien linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar
- γ_2 : Koefisien non-linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar
- $R_{m,t}$: *Return* pasar pada periode t (*month return*)
- ε_t : *Standard error*

3.6 Teknik Analisis Data

3.6.1 Menghitung *Return* Saham (R_i)

Langkah pertama yang dilakukan adalah menghitung nilai *return* dari setiap emiten yang dijadikan sampel penelitian dengan menggunakan persamaan sebagai berikut.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} \dots\dots\dots (3.2)$$

Keterangan:

- $R_{i,t}$: *Return* saham individual pada periode t
- $P_{i,t}$: Harga saham pada periode t
- $P_{i,t-1}$: Harga saham pada periode t-1 (periode sebelumnya)

3.6.2 Menghitung *Return* Pasar (R_m)

Langkah kedua yaitu menghitung *return* pasar indeks LQ45 dengan menggunakan persamaan sebagai berikut.

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{m(t-1)}}{P_{m(t-1)}} \dots \dots \dots (3.3)$$

Keterangan:

- $R_{m,t}$: *Return* pasar pada periode t
- $P_{i,t}$: Nilai indeks pasar pada periode t
- $P_{i,t-1}$: Nilai indeks pasar pada periode t-1 (periode sebelumnya)

3.6.3 Menghitung Nilai *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD)

Langka ketiga yaitu menghitung rata-rata nilai CSAD dari setiap *return* saham dengan *return* pasar pada periode t. Perhitungan nilai CSAD dapat menggunakan persamaan sebagai berikut.

$$CSAD_t = \frac{1}{N} + \sum_{i=1}^N (R_{i,t} - R_{m,t}) \dots \dots \dots (3.4)$$

Keterangan:

- $R_{i,t}$: *Return* saham individual pada periode t
- $R_{m,t}$: *Return* pasar pada periode t
- N : Jumlah perusahaan dalam sampel

3.6.4 Uji Asumsi Klasik

3.6.1.1 Uji Normalitas

Uji normalitas adalah pengujian untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Penelitian ini melakukan uji normalitas dengan melihat nilai probabilitas dari grafik Jarque-Bera. Dasar pengambilan keputusan adalah berdasarkan kriteria sebagai berikut:

- a) Nilai probabilitas uji Jarque-Bera $> 0,05$ menunjukkan data penelitian berdistribusi normal.
- b) Nilai probabilitas uji Jarque-Bera $< 0,05$ menunjukkan data penelitian tidak berdistribusi normal.

3.6.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terdapat ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Pada penelitian ini untuk mendeteksi heterokedastisitas menggunakan uji *glejser* dengan kriteria sebagai berikut.

- a) Tidak terjadi gejala heterokedastisitas apabila nilai probabilitas signifikansi $> 0,05$.
- b) Terjadi gejala heterokedastisitas apabila nilai probabilitas signifikansi $< 0,05$.

3.6.1.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan pengujian yang bertujuan untuk melihat ada tidaknya korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lainnya di dalam model regresi. Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi di dalam penelitian ini, digunakan uji *Breusch-Godfrey* dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut.

- a) Tidak terdapat masalah autokorelasi apabila nilai probabilitas $> 0,05$.
- b) Terjadi masalah autokorelasi apabila nilai probabilitas $< 0,05$.

3.7 Metode Regresi

Metode regresi digunakan untuk melihat hubungan antara nilai CSAD dengan *return* pasar secara bulanan dalam mendeteksi perilaku *herding*, maka digunakan persamaan persamaan regresi sebagai berikut.

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 |R_{m,t}|^2 + \varepsilon_t \dots\dots\dots (3.5)$$

Keterangan:

- α : Konstanta
- γ_1 : Koefisien linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar
- γ_2 : Koefisien non-linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar
- $R_{m,t}$: *Return* pasar pada periode t (*return* bulanan)
- ε_t : *Standard error*

Perilaku *herding* mengakibatkan hubungan antara nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar yang pada awalnya linear berubah menjadi non-linear. Hubungan non-linear ditandai dengan koefisien R_{mt}^2 bernilai negatif dan signifikan ($\gamma_2 < 0$) secara statistika, di mana hal tersebut direfleksikan dari menurunnya nilai CSAD (Chang et., 2000).

3.8 Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis adalah alat uji yang digunakan untuk melihat suatu hipotesis apakah diterima atau ditolak di dalam penelitian. Kriteria yang digunakan dalam uji hipotesis adalah sebagai berikut.

- a) H_0 diterima apabila nilai probabilitas $> 0,05$ atau $t_{hitung} < t_{tabel}$.
- b) H_1 diterima apabila nilai probabilitas $< 0,05$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$.

3.8.1 Uji t

Uji t merupakan pengujian yang dilakukan pada koefisien variabel bebas. Uji t bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikatnya.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Indeks LQ45 diperkenalkan pertama kali pada tanggal 24 Februari 1997 di BEI. Indeks LQ45 merupakan indeks yang mengukur kinerja 45 saham perusahaan paling aktif yang memenuhi kriteria-kriteria tertentu, yaitu terdaftar sebagai 60 saham teratas dengan kapitalisasi pasar tertinggi selama 12 bulan terakhir, terdaftar sebagai 60 saham teratas dengan nilai transaksi tertinggi selama 12 bulan terakhir, resmi tercatat sebagai emiten *go public* minimal selama 3 bulan di BEI serta memiliki kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan emiten yang baik. Saham yang tidak memenuhi kriteria akan dikeluarkan, selanjutnya digantikan dengan saham yang telah memenuhi pemilihan kriteria. Penggantian saham dilakukan setiap 6 bulan sekali yaitu pada awal Februari dan Agustus.

Penelitian ini menggunakan 34 perusahaan yang memenuhi kriteria penarikan sampel yang digunakan yaitu secara konsisten masuk ke dalam indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022 dan memiliki data yang dibutuhkan yaitu berupa *closing price* bulanan. Pada penelitian ini kondisi pasar terbagi menjadi tiga kondisi yaitu: 1) Pasar *General*, 2) Pasar *Bearish*, dan 3) Pasar *Bullish*.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis Statistik deskriptif merupakan metode yang bertujuan untuk memberikan gambaran secara umum mengenai data dan karakteristik sampel penelitian. *Closing price* digunakan untuk mencari *return* saham individual dan *return* pasar yang akan digunakan untuk mencari variabel dependen yaitu CSAD dan variabel Independen yaitu *return* pasar. Pada penelitian ini, kondisi pasar terbagi menjadi tiga yaitu kondisi pasar *general*, *bearish* dan *bullish*. Pasar *general* menggambarkan kondisi pasar pada periode keseluruhan, pasar *bearish* menggambarkan kondisi pasar naik yang ditandai dengan *return* yang bernilai negatif dan pasar *bullish* menggambarkan kondisi pasar turun yang ditandai dengan *return* pasar yang bernilai negatif. Berdasarkan pada perhitungan *closing price* bulanan perusahaan LQ45 dan indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022, hasil analisis statistik pada penelitian ini sebagai berikut.

4.2.1 Analisis Statistik Kondisi Pasar *General*

Tabel 4.1
Analisis Statistik Deskriptif pada Kondisi Pasar *General*

	CSAD	RMT_ABS	RMT2
Mean	0.068264	0.032222	0.001491
Maximum	0.093457	0.070516	0.004973
Minimum	0.041100	0.000462	2.13E-07
Std. Dev.	0.015375	0.021736	0.001506
Observations	24	24	24

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.1 dapat dilihat bahwa selama periode Januari 2021-Desember 2022 terdapat 24 bulan pengamatan di dalam penelitian ini. Variabel CSAD memiliki nilai minimum sebesar 0.041100 pada bulan November 2021, nilai maksimum sebesar 0.093457 pada bulan September 2021 dan nilai rata-rata sebesar 0.068264 dengan standar deviasi sebesar 0.015375. Variabel *return* pasar ($ABS R_{mt}$) memiliki nilai minimum sebesar 0.000462 pada bulan Desember 2021, nilai maksimum sebesar 0.070516 pada bulan Desember 2022 dan nilai rata-rata sebesar 0.032222 dengan standar deviasi sebesar 0.021736. Variabel *return* pasar (R_{mt}^2) memiliki nilai minimum sebesar 0,00000021 pada bulan Desember 2021, nilai maksimum sebesar 0.004973 pada bulan Desember 2022 dan nilai rata-rata sebesar 0.001491 dengan standar deviasi sebesar 0.001506.

4.2.2 Analisis Statistik Kondisi Pasar *Bearish*

Tabel 4.2
Analisis Statistik Deskriptif pada Kondisi Pasar *Bearish*

	CSAD	RMT_ABS	RMT2
Mean	0.068269	0.029415	0.001291
Maximum	0.089288	0.070516	0.004973
Minimum	0.041100	0.005684	3.23E-05
Std. Dev.	0.015989	0.021466	0.001580
Observations	13	13	13

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.2 dapat dilihat bahwa selama periode Januari 2021-Desember 2022 terdapat 13 bulan pengamatan dengan $R_{mt} < 0$ yang digunakan untuk menggambarkan kondisi pasar *bearish* di dalam penelitian ini. Variabel CSAD memiliki nilai minimum sebesar 0.041100 pada bulan November 2021, nilai maksimum sebesar 0.089288 pada bulan Maret 2021 dan nilai rata-rata sebesar 0.068269 dengan standar deviasi sebesar 0.015989. Variabel *return* pasar ($ABS R_{mt}$) memiliki nilai minimum sebesar 0.005684 pada bulan Mei 2021, nilai maksimum sebesar 0.089288 pada bulan Mei 2022 dan nilai rata-rata sebesar 0.029415 dengan standar deviasi sebesar 0.021466. Variabel *return* pasar (R_{mt}^2) memiliki nilai minimum sebesar 0,00003231 pada bulan Mei 2021, nilai maksimum sebesar 0.004973 pada bulan Desember 2022 dan nilai rata-rata sebesar 0.001291 dengan standar deviasi sebesar 0.001580.

4.2.3 Analisis Statistik Kondisi Pasar *Bullish*

Tabel 4.3
Analisis Statistik Deskriptif pada Kondisi Pasar *Bullish*

	CSAD	RMT_ABS	RMT2
Mean	0.068259	0.035540	0.001728
Maximum	0.093457	0.064727	0.004190
Minimum	0.044231	0.000462	2.13E-07
Std. Dev.	0.015393	0.022614	0.001452
Observations	11	11	11

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.3 dapat dilihat bahwa selama periode Januari 2021-Desember 2022 terdapat 11 bulan pengamatan dengan $R_{mt} > 0$ yang digunakan untuk menggambarkan kondisi Pasar *bullish* di dalam penelitian ini. Variabel CSAD memiliki nilai minimum sebesar 0.044231 pada bulan Desember 2021, nilai maksimum sebesar 0.093457 pada bulan September 2021 dan nilai rata-rata sebesar 0.068259 dengan standar deviasi sebesar 0.015393. Variabel *return* pasar (ABS R_{mt}) memiliki nilai minimum sebesar 0.000462 pada bulan Desember 2021, nilai maksimum sebesar 0.064727 pada bulan Oktober 2021 dan nilai rata-rata sebesar 0.035540 dengan standar deviasi sebesar 0.022614. Variabel *return* pasar (R_{mt}^2) memiliki nilai minimum sebesar 0,00000021 pada bulan Desember 2021, nilai maksimum sebesar 0.004190 pada bulan Oktober 2021 dan nilai rata-rata sebesar 0.001728 dengan standar deviasi sebesar 0.001452.

4.3 Uji Asumsi Klasik

4.3.1 Uji Normalitas

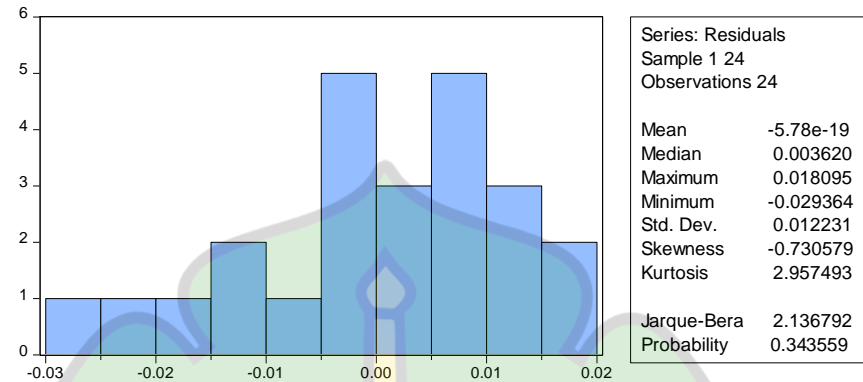
Uji normalitas digunakan untuk membuktikan apakah data terdistribusi normal atau tidak. Pada penelitian ini, uji normalitas dilakukan dengan menggunakan uji Jarque-Bera. Dasar pengambilan keputusan di dalam uji normalitas adalah sebagai berikut:

- a) Nilai probabilitas > 0.05 maka data tersebut berdistribusi normal.
- b) Nilai probabilitas < 0.05 maka data tersebut tidak berdistribusi normal.

4.3.1.1 Uji Normalitas Kondisi Pasar *General*

Uji normalitas kondisi pasar *general* dilakukan pada keseluruhan periode pengamatan Januari 2021-Desember 2022. Hasil uji normalitas sebagai berikut.

Gambar 4.1
Hasil Uji Normalitas pada Kondisi Pasar *General*



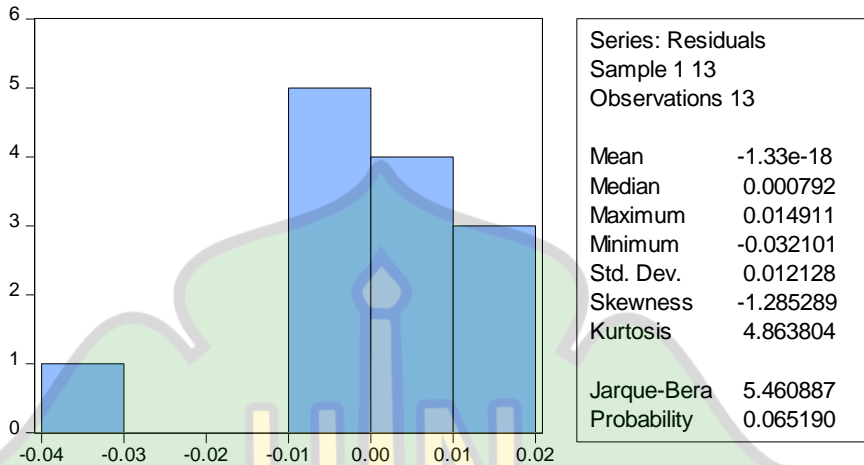
Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan Gambar 4.1 dapat dilihat bahwa nilai probabilitas adalah sebesar 0.347, nilai tersebut lebih besar dari nilai signifikansi ($0.347 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa pada kondisi pasar *general*, data berdistribusi normal.

4.3.1.2 Uji Normalitas kondisi Pasar *Bearish*

Uji normalitas kondisi pasar *bearish* dilakukan pada *return* pasar yang bernilai negatif selama periode pengamatan Januari 2021-Desember 2022. Hasil uji normalitas sebagai berikut.

Gambar 4.2
Hasil Uji Normalitas pada Kondisi Pasar *Bearish*



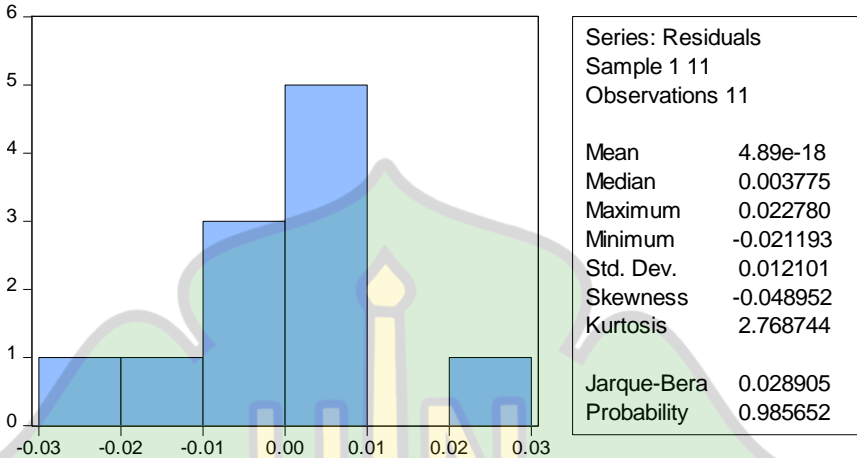
Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan Gambar 4.2 dapat dilihat bahwa nilai probabilitas sebesar 0.065, nilai tersebut lebih besar dari nilai signifikansi ($0.065 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa pada kondisi pasar *bearish*, data berdistribusi normal.

4.3.1.3 Uji Normalitas kondisi Pasar *Bullish*

Uji normalitas kondisi pasar *bearish* dilakukan pada *return* pasar yang bernilai negatif selama periode pengamatan Januari 2021-Desember 2022. Hasil uji normalitas sebagai berikut.

Gambar 4.3
Hasil Uji Normalitas pada Kondisi Pasar *Bullish*



Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan Gambar 4.3 dapat dilihat bahwa nilai probabilitas sebesar 0.987, nilai tersebut lebih besar dari nilai signifikansi ($0.987 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa pada kondisi pasar *bullish*, data berdistribusi normal.

4.3.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas merupakan pengujian untuk mengetahui ketidaksamaan *variance* dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Model penelitian yang baik adalah ketika tidak terjadi heteroskedastisitas. Pada penelitian ini, untuk mendeteksi heteroskedastisitas digunakan uji glejser dengan kriteria sebagai berikut.

- a) Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas apabila nilai probabilitas signifikansi > 0.05 .

- b) Terjadi gejala heteroskedastisitas apabila nilai probabilitas signifikansi < 0.05 .

4.3.2.1 Uji Heteroskedastisitas Kondisi Pasar *General*

Tabel 4.4
Hasil Uji Heterokedastisitas pada Kondisi Pasar *General*

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.970364	Prob. F(2,21)	0.3953
Obs*R-squared	2.030339	Prob. Chi-Square(2)	0.3623
Scaled explained SS	1.696198	Prob. Chi-Square(2)	0.4282

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.4 menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-Square adalah sebesar 0.3623 yang lebih besar dari nilai signifikansi ($0.3623 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa pada kondisi pasar *general* tidak terjadi gejala heterokedastisitas di dalam model regresi.

4.3.2.2 Uji Heteroskedastisitas Kondisi Pasar *Bearish*

Tabel 4.5
Hasil Uji Heterokedastisitas pada Kondisi Pasar *Bearish*

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.190538	Prob. F(2,10)	0.8294
Obs*R-squared	0.477213	Prob. Chi-Square(2)	0.7877
Scaled explained SS	0.484877	Prob. Chi-Square(2)	0.7847

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-Square adalah sebesar 0.7877 yang lebih besar dari nilai signifikansi ($0.7877 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa pada kondisi pasar *bearish* tidak terjadi gejala heterokedastisitas di dalam model regresi.

4.3.2.3 Uji Heteroskedastisitas Kondisi Pasar *Bullish*

Tabel 4.6
Hasil Uji Heterokedastisitas pada Kondisi Pasar *Bullish*

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	1.699305	Prob. F(2,8)	0.2426
Obs*R-squared	3.279761	Prob. Chi-Square(2)	0.1940
Scaled explained SS	2.301763	Prob. Chi-Square(2)	0.3164

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-Square adalah sebesar 0.194 yang lebih besar dari signifikansi ($0.194 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa pada kondisi pasar *bullish* tidak terjadi gejala heterokedastisitas di dalam model regresi.

4.3.3 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi merupakan pengujian untuk melihat ada atau tidaknya hubungan antara residual satu periode ke residual periode lainnya. Uji autokorelasi dapat dilihat menggunakan uji *Breuch-Godfrey* dengan kriteria sebagai berikut.

- a) Tidak terjadi masalah autokorelasi apabila nilai probabilitas signifikansi > 0.05 .

- b) Terjadi masalah autokorelasi apabila nilai probabilitas signifikansi < 0.05 .

4.3.3.1 Uji Autokorelasi Kondisi Pasar *General*

Tabel 4.7
Hasil Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar *General*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.645309	Prob. F(2,19)	0.5356
Obs*R-squared	1.526560	Prob. Chi-Square(2)	0.4661

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.7 menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0.4661 yang lebih besar dari signifikansi ($0.4661 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah autokorelasi pada model regresi.

4.3.3.2 Uji Autokorelasi Kondisi Pasar *Bearish*

Tabel 4.8
Hasil Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar *Bearish*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.211303	Prob. F(2,8)	0.8139
Obs*R-squared	0.652278	Prob. Chi-Square(2)	0.7217

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.8 menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0.7217 yang lebih besar dari signifikansi ($0.7217 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah autokorelasi pada model regresi.

4.3.3.3 Uji Autokorelasi Kondisi Pasar *Bullish*

Tabel 4.9
Hasil Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar *Bullish*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.202444	Prob. F(2,6)	0.8221
Obs*R-squared	0.695370	Prob. Chi-Square(2)	0.7063

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.9 menunjukkan bahwa nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0.7063 yang lebih besar dari signifikansi ($0.7063 > 0.05$). Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah autokorelasi pada model regresi.

4.4 Analisis Regresi

4.4.1 Analisis Regresi Kondisi Pasar *General*

Model analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 (R_{m,t})^2 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4.1)$$

Hasil analisis regresi dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.10
Hasil Regresi pada Kondisi Pasar *General*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/22/23 Time: 12:12
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047791	0.006450	7.409769	0.0000
RMT_ABS	1.349629	0.458681	2.942413	0.0078
RMT2	-15.43518	6.618126	-2.332259	0.0297
R-squared	0.367182	Mean dependent var		0.068264
Adjusted R-squared	0.306914	S.D. dependent var		0.015375
S.E. of regression	0.012800	Akaike info criterion		-5.762269
Sum squared resid	0.003441	Schwarz criterion		-5.615013
Log likelihood	72.14723	Hannan-Quinn criter.		-5.723202
F-statistic	6.092461	Durbin-Watson stat		1.629533
Prob(F-statistic)	0.008193			

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.10 maka model regresi pada kondisi pasar *bearish* yang digunakan adalah sebagai berikut.

$$CSAD_t = 0.04779 + 1.349629|R_{m,t}| - 15.43518(R_{m,t})^2 + \varepsilon_t \dots (4.2)$$

Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai konstanta sebesar 0.047791 artinya apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}| + (R_{m,t})^2$) bernilai konstan atau nol, maka *Cross Sectional absolute deviation* (CSAD) bernilai 0.047791. Nilai koefisien linear antara CSAD dan *return* pasar $|R_{m,t}|$ sebesar 1.349629. Nilai tersebut signifikan dan positif, serta menunjukkan CSAD meningkat terhadap $|R_{m,t}|$. Jika *return* pasar sebesar 1% maka CSAD akan meningkat sebesar 1.864278%. Nilai koefisien non-linear antara CSAD dan *return*

pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar -15.43518. Nilai tersebut signifikan dan negatif artinya menunjukkan adanya indikasi perilaku *herding* pada saat pasar *general* pada indeks LQ 45 selama periode Januari 2021-Desember 2022. Maka dapat disimpulkan terindikasi adanya perilaku *herding* pada saat kondisi pasar *general* selama periode pengamatan.

4.4.2 Analisis Regresi Kondisi Pasar *Bearish*

Model analisis yang digunakan untuk mengetahui regresi pada kondisi pasar *bearish* adalah sebagai berikut:

$$CSAD_t^{DOWN} = \alpha + \gamma_1^{DOWN} |R_{m,t}^{DOWN}| + \gamma_2^{DOWN} (R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t. (4.3)$$

Hasil analisis regresi pada kondisi pasar *bearish* dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.11
Hasil Regresi pada Kondisi Pasar *Bearish*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/21/23 Time: 21:41
Sample: 1 13
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.042501	0.010179	4.175565	0.0019
ABS_RMT	1.864278	0.720558	2.587270	0.0271
RMT2	-22.52480	9.788983	-2.301036	0.0442
R-squared	0.424643	Mean dependent var		0.068269
Adjusted R-squared	0.309571	S.D. dependent var		0.015989
S.E. of regression	0.013285	Akaike info criterion		-5.605154
Sum squared resid	0.001765	Schwarz criterion		-5.474781
Log likelihood	39.43350	Hannan-Quinn criter.		-5.631952
F-statistic	3.690251	Durbin-Watson stat		2.028372
Prob(F-statistic)	0.063050			

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.11 maka model regresi pada kondisi pasar *bearish* yang digunakan adalah sebagai berikut.

$$CSAD_t^{DOWN} = 0.042501 + 1.864278|R_{m,t}^{DOWN}| - 22.52480(R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t \dots (4.4)$$

Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai konstanta sebesar 0.042501 artinya apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}|^{DOWN} + (R_{m,t})^2$) bernilai konstan atau nol, maka *Cross Sectional absolute deviation* (CSAD) bernilai 0.042501. Nilai koefisien linear antara CSAD dan *return* pasar $|R_{m,t}|^{DOWN}$ sebesar 1.864278. Nilai tersebut signifikan dan positif, serta menunjukkan CSAD meningkat terhadap $|R_{m,t}|^{DOWN}$. Jika *return* pasar sebesar 1% maka CSAD akan meningkat sebesar 1.864278%. Nilai koefisien non-linear antara

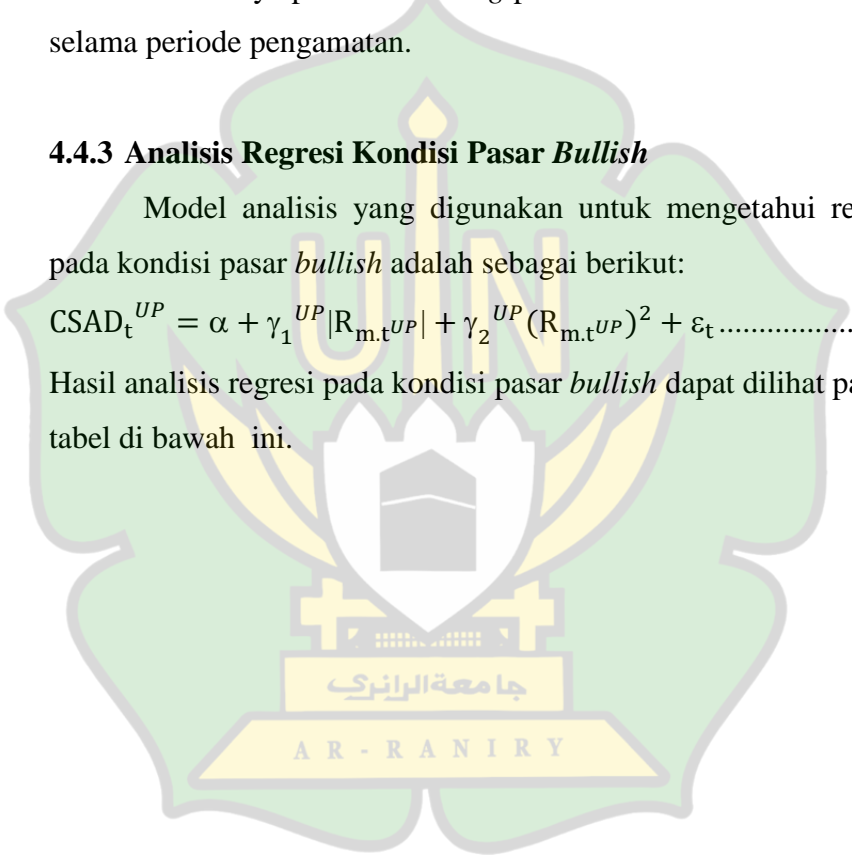
CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar -22.52480. Nilai tersebut signifikan dan negatif artinya menunjukkan adanya indikasi perilaku *herding* pada saat pasar *bearish* pada indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022. Maka dapat disimpulkan terindikasi adanya perilaku *herding* pada saat kondisi Pasar *bearish* selama periode pengamatan.

4.4.3 Analisis Regresi Kondisi Pasar *Bullish*

Model analisis yang digunakan untuk mengetahui regresi pada kondisi pasar *bullish* adalah sebagai berikut:

$$CSAD_t^{UP} = \alpha + \gamma_1^{UP} |R_{m,t}^{UP}| + \gamma_2^{UP} (R_{m,t}^{UP})^2 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4.5)$$

Hasil analisis regresi pada kondisi pasar *bullish* dapat dilihat pada tabel di bawah ini.



Tabel 4.12
Hasil Regresi pada Kondisi Pasar *Bullish*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/21/23 Time: 21:48
Sample: 1 11
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050621	0.009261	5.466044	0.0006
ABS_RMT	0.859586	0.677105	1.269502	0.2399
RMT2	-7.472090	10.54169	-0.708813	0.4986
R-squared	0.381990	Mean dependent var		0.068259
Adjusted R-squared	0.227488	S.D. dependent var		0.015393
S.E. of regression	0.013529	Akaike info criterion		-5.540918
Sum squared resid	0.001464	Schwarz criterion		-5.432401
Log likelihood	33.47505	Hannan-Quinn criter.		-5.609323
F-statistic	2.472390	Durbin-Watson stat		1.546096
Prob(F-statistic)	0.145875			

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Berdasarkan tabel 4.12 maka model regresi pada kondisi pasar *bearish* yang digunakan adalah sebagai berikut.

$$CSAD_t^{UP} = 0.050621 + 0.859586|R_{m,t}^{DOWN}| - 7.472090(R_{m,t}^{DOWN})^2 + \varepsilon_t \dots (4.6)$$

Hasil regresi menunjukkan bahwa nilai konstanta sebesar 0.050621 artinya apabila nilai *return* pasar ($|R_{m,t}|^{DOWN} + (R_{m,t})^2$) bernilai konstan atau nol, maka *Cross Sectional absolute deviation* (CSAD) bernilai 0.050621. Nilai koefisien linear antara CSAD dan *return* pasar $|R_{m,t}|^{DOWN}$ sebesar 0.859586. Nilai tersebut tidak signifikan dan negatif, serta menunjukkan CSAD meningkat terhadap $|R_{m,t}|^{DOWN}$. Jika *return* pasar sebesar 1% maka CSAD

akan meningkat sebesar 0.859586%. Nilai koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar -7.472090. Nilai tersebut tidak signifikan dan negatif artinya menunjukkan tidak adanya indikasi perilaku *herding* pada saat pasar *bullish* pada indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022. Maka dapat disimpulkan tidak terindikasi adanya perilaku *herding* pada saat kondisi pasar *bullish* selama periode pengamatan.

4.5 Pengujian Hipotesis

4.5.1 Uji t

Uji t bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Pengujian ini memiliki ketentuan sebagai berikut.

- a) H_0 ditolak dan H_1 diterima, jika nilai signifikansi < 0.05
- b) H_0 diterima dan H_1 ditolak, jika nilai signifikansi < 0.05

4.5.1.1 Uji t Kondisi Pasar *General*

Tabel 4.13

Uji t pada Kondisi Pasar *General*

Dependent Variable: CSAD
 Method: Least Squares
 Date: 03/22/23 Time: 12:12
 Sample: 1 24
 Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047791	0.006450	7.409769	0.0000
RMT_ABS	1.349629	0.458681	2.942413	0.0078
RMT2	-15.43518	6.618126	-2.332259	0.0297

Tabel 4.13 menunjukkan bahwa nilai signifikansi *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar 0.0297, sehingga nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 ($0.0297 < 0.05$) dan koefisien *return* pasar ($R_{m,t}^2$) bernilai negatif maka H1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi perilaku *herding* pada kondisi pasar *bearish*.

4.5.1.2 Uji t Kondisi Pasar *Bearish*

Tabel 4.14
Uji t pada Kondisi Pasar *Bearish*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/21/23 Time: 21:41
Sample: 1 13
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.042501	0.010179	4.175565	0.0019
ABS_RMT	1.864278	0.720558	2.587270	0.0271
RMT2	-22.52480	9.788983	-2.301036	0.0442

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Tabel 4.14 menunjukkan bahwa nilai signifikansi *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar 0.0442, sehingga nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 ($0.0442 < 0.05$) dan koefisien *return* pasar ($R_{m,t}^2$) bernilai negatif maka H1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terjadi perilaku *herding* pada kondisi pasar *bearish*.

4.5.1.2 Uji t Kondisi Pasar *Bullish*

Tabel 4.15
Uji t pada Kondisi Pasar *Bullish*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/21/23 Time: 21:48
Sample: 1 11
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050621	0.009261	5.466044	0.0006
ABS_RMT	0.859586	0.677105	1.269502	0.2399
RMT2	-7.472090	10.54169	-0.708813	0.4986

Sumber: Data diolah Eviews (2023)

Tabel 4.15 menunjukkan bahwa nilai signifikansi *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar 0.4986, sehingga nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 ($0.4986 > 0.05$) maka H_0 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi perilaku *herding* pada kondisi pasar *bullish*.

4.6 Pembahasan

Pendeteksian perilaku *herding* di dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan objek penelitian indeks LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022. Penelitian ini menggunakan data *closing price* secara bulanan dari saham perusahaan LQ45 dan indeks LQ45 untuk menentukan *return* saham individual dan *return* pasar yang digunakan untuk menentukan nilai CSAD sebagai variabel terikat dan *return* pasar sebagai variabel bebas. Kondisi pasar terdiri dari tiga yaitu pasar

general, *bearish* dan *bullish*. Periode pasar secara keseluruhan digunakan untuk menggambarkan kondisi pasar *general*, *return* pasar yang bernilai positif mencerminkan kondisi pasar *bullish* sedangkan *return* pasar yang bernilai negatif mencerminkan kondisi pasar *bearish*. Berikut adalah pembahasan indikasi perilaku *herding* pada kondisi pasar *general*, *bearish* dan *bullish* periode Januari 2021- Desember 2022.

4.6.1 Kondisi Pasar *General*

Kondisi keseluruhan pasar periode Januari 2021-Desember 2022 digunakan untuk memberikan analisis yang lebih komprehensif untuk mengetahui reaksi pasar setelah terjadinya *crash* pasar saham akibat pandemi COVID-19. OJK menyebutkan bahwa COVID-19 telah memberikan pukulan berat terhadap perkembangan pasar saham Indonesia. Diperburuk dengan persoalan geopolitik antara Rusia dan Ukraina memicu peningkatan komoditi secara global serta inflasi yang tinggi di beberapa negara Eropa dan Amerika Serikat. Ditambah dengan isu resesi global yang akan terjadi di tahun 2023 semakin memperburuk kondisi perekonomian global. Penurunan kinerja tersebut tidak terlepas dari isu dan sentimen negatif yang muncul dari para investor, sehingga investor yang khawatir terhadap kinerja portofolionya cenderung mengamankan portofolio mereka dengan mengikuti keputusan kolektif investor lain atau mengikuti konsensus pasar.

Kondisi pasar *general* di dalam penelitian ini menunjukkan perilaku *herding* di Indeks saham LQ45 periode Januari 2021-Desember 2022 yang dibuktikan dengan nilai koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar -15.43518, nilai tersebut signifikan dan negatif sehingga dapat disimpulkan bahwa perilaku *herding* hadir pada Indeks LQ45 periode Januari 2021-Desember 2022.

Asimetri informasi di bawah pengaruh COVID-19 dan geopolitik serta resesi global menyebabkan meningkatnya volatilitas harga saham yang memengaruhi preferensi dan psikologi investor. Bichkandani dan Sharma (2000) menyatakan bahwa ketika memiliki keterbatasan informasi, investor cenderung untuk mengikuti tindakan investor lain dan mengabaikan *signal* miliknya. Selain itu, pada pasar dengan kondisi *emerging market* seperti Indonesia, informasi skala makro biasanya lebih dominan dari informasi skala mikro seperti informasi spesifik perusahaan. Informasi-informasi spesifik perusahaan yang terbatas menyebabkan kurangnya keperluan analisa investor sehingga investor menjadi cenderung mengabaikan analisisnya dan memilih untuk mengikuti konsensus pasar dengan kepercayaan bahwa investor lain memiliki informasi yang lebih baik darinya. Asimetri informasi serta sentimen negatif menyebabkan terjadinya penyimpangan harga saham dari nilai instrinsiknya sehingga harga saham tidak mencerminkan informasi dari kondisi fundamental perusahaan yang sebenarnya. Hasil penelitian ini mendukung

penelitian Sadewo dan Cahyaningdyah (2022), Huei-Ng et al. (2022), Bogdan et al. (2022) Jiang et al. (2022), Bharti dan Kumar (2021) dan Mendes dan Arias (2020) bahwa ditemukannya perilaku *herding* di pasar saham.

4.6.2 Kondisi Pasar *Bearish*

Kondisi pasar *bearish* digambarkan dengan *return* pasar yang bernilai negatif. Pada periode 2021-2022, Pasar saham Indonesia masih berada pada pengaruh yang ditimbulkan oleh pandemi COVID-19 dan efek dari konflik Rusia-Ukraina, namun jumlah investor domestik maupun global meningkat tajam selama dua tahun terakhir ini. Berdasarkan data KSEI, jumlah investor pada akhir Desember 2022 meningkat sebesar 10.3 juta dari investor sebelumnya yang berjumlah 7.48 juta pada akhir Desember 2021. Kenaikan jumlah investor juga harus diimbangi dengan peningkatan literasi sehingga investor tidak sekedar ikut-ikutan (*herding*) dalam menentukan keputusan investasinya. Rumor yang tidak berdasar terutama yang tersebar di media massa terkait isu COVID-19 dan konflik Rusia-Ukraina menyebabkan para investor membangun spekulasi mereka sendiri untuk menarik dananya dari pasar modal sehingga membuat harga saham mengalami penurunan yang menyebabkan pasar berada pada kondisi *bearish*. Pernyataan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Chaudhary (2018) dimana investor akan memiliki rasa takut dan kekhawatiran jauh lebih besar kehilangan uang dari

investasi dibandingkan saat menerima uang dari investasi.

Kondisi pasar *bearish* menunjukkan indikasi perilaku *herding* pada indeks saham LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022 yang dibuktikan dengan nilai koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar -22.52480, nilai tersebut signifikan dan negatif maka dapat disimpulkan bahwa perilaku *herding* hadir pada saat kondisi pasar *bearish* pada Indeks LQ45 periode Januari 2021-Desember 2022.

Ketidakpastian pandemi COVID-19 dan konflik Rusia-Ukraina telah meningkatkan risiko investasi. Keadaan ini juga berdampak cukup besar pada negara-negara di Eropa dan Amerika Serikat dengan tingginya inflasi membuat investor lebih memilih melakukan investasi pada instrumen dengan resiko yang lebih rendah seperti obligasi, deposito dan emas. Kebijakan yang diterapkan dalam menangani COVID-19 membuat efek ganda terhadap pasar modal berupa pembatalan kontrak perusahaan, penurunan permintaan dan penawaran ekonomi. Hal ini tentu menimbulkan rasa panik dan ketakutan yang lebih tinggi bagi investor (Bharti dan Kumar, 2021).

Investor yang memiliki gaya perdagangan jangka pendek dan bersifat spekulatif dengan kurangnya kepercayaan pada nilai fundamental saham jangka panjang menyebabkan mereka lebih sensitif terhadap berita buruk dan bereaksi secara tiba-tiba dengan mengikuti perilaku kolektif untuk menjual saham mereka selama periode pasar turun. Chang (2000) mengungkapkan bahwa ketika

periode pasar turun, investor cenderung mengikuti konsensus pasar. Pendidikan investor berperan penting terutama bagi investor ritel untuk menciptakan kesadaran dan mempelajari keterampilan cara berinvestasi yang benar dan menghindari keputusan investasi yang salah. Pendidikan investor dapat membantu dalam memperkuat aspek psikologi investasi dan mengurangi bias kognitif dalam berinvestasi.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian (Méndez dan Arias, 2020) bahwa terdapat perilaku *herding* pada periode pasar turun atau *bearish* di pasar saham. Hal ini terjadi dikarenakan asimetris informasi yang terjadi pada pasar saham yang menggiring investor ke dalam perilaku *herding*.

4.6.3 Kondisi Pasar *Bullish*

Kondisi pasar *bullish* digambarkan dengan *return* pasar yang bernilai positif. Pada kondisi pasar *bullish* tidak ditemukannya perilaku *herding* pada indeks saham LQ45 selama periode Januari 2021-Desember 2022 yang dibuktikan dengan nilai koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar ($R_{m,t}^2$) sebesar -7.472090. nilai tersebut tidak signifikan dan negatif maka dapat disimpulkan bahwa perilaku *herding* tidak hadir pada saat kondisi pasar *bullish* pada Indeks LQ45 periode Januari 2021-Desember 2022.

Ketidakhadiran perilaku *herding* menyatakan bahwa investor berperilaku rasional pada kondisi pasar *bullish* dan harga saham telah mencerminkan informasi yang relevan bagi investor untuk menetapkan keputusan investasinya. Informasi yang mudah diakses, valid serta dapat dikelola dengan baik akan mencegah investor untuk menetapkan keputusan berdasarkan konsensus pasar atau keputusan investor lain. Tidak terindikasinya perilaku *herding* pada saat kondisi pasar *bullish* menjelaskan bahwa investor bergerak secara independen, investor mampu menganalisis pasar. Ketika pasar saham dipengaruhi COVID-19 dan konflik Rusia-Ukraina, keputusan investor yang diikuti investor lain memicu aksi *oversold* atau *bullish reversal*. Investor mulai menyadari bahwa ada perusahaan yang berada di posisi *undervalue* dengan risiko rendah dan mulai mempertimbangkan analisis fundamental perusahaan dengan hati-hati. Maka dapat disimpulkan bahwa pada periode pasar *bullish* investor cenderung berperilaku lebih rasional dibandingkan ketika periode pasar *bearish*

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Pasaribu (2018) bahwa tidak ditemukannya perilaku *herding* pada periode pasar naik atau *bullish* di pasar saham. Hal ini dikarenakan informasi yang tersedia pada pasar modal dapat diakses dengan dengan baik dan valid untuk digunakan dalam melakukan analisis investasi, sehingga perilaku investor cenderung tidak hanya sekedar ikut-ikutan. Perilaku *herding* biasanya terjadi jika ada pergerakan pasar yang ekstrem, pada (Hasanah dan Akriana, 2022). Namun pada

masa pandemi COVID-19 justru saham-saham lapis kedua (*second liner*) yang diminati oleh investor khususnya para *trader* (Simanjuntak dan Dewi, 2022).



BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan pada objek penelitian Indeks LQ45 dengan menggunakan metode *cross sectional absolute deviation* (CSAD), maka kesimpulan di dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pada kondisi pasar *general* ditemukannya hubungan non-linear yang negatif dan signifikan antara CSAD dan *return* pasar (R_{mt}^2). Maka dapat disimpulkan bahwa terdeteksinya perilaku *herding* saat kondisi pasar *general* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia selama periode Januari 2021-Desember 2022.
2. Pada kondisi pasar *bearish* ($R_{mt} < 0$) ditemukannya hubungan non-linear yang negatif dan signifikan antara CSAD dan *return* pasar (R_{mt}^2). Maka dapat disimpulkan bahwa terdeteksinya perilaku *herding* saat kondisi pasar *bearish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia selama periode Januari 2021-Desember 2022.
3. Pada kondisi pasar *bullish* ($R_{mt} > 0$) tidak ditemukannya hubungan non-linear yang negatif dan signifikan antara CSAD dan *return* pasar (R_{mt}^2). Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdeteksinya perilaku *herding* saat kondisi pasar *bullish* pada Indeks LQ45 di Pasar Modal Indonesia selama periode Januari 2021-Desember 2022.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil penelitian di atas maka saran dari penelitian ini, di antaranya:

1. Bagi investor dapat meningkatkan pemahaman tentang informasi pasar dan pertimbangan fundamental perusahaan dalam mengambil keputusan investasi, tidak hanya mengikuti konsensus pasar. Hal ini dilakukan untuk menghindari risiko investasi yang mungkin terjadi.
2. Bagi kalangan regulator Kementerian Keuangan, OJK dan BEI harus mencermati bahwa perilaku *herding* dapat terjadi ketika kondisi pasar sedang *bearish* (turun). Untuk menjaga stabilitas pasar saham agar perilaku *herding* irasional tidak terjadi maka dapat dilakukan dengan sosialisasi berkala mengenai pasar saham agar dapat menciptakan investor yang lebih berpengalaman untuk mengurangi tingkat distorsi pasar akibat efek yang ditimbulkan *herding*. Selain itu, pihak regulator juga perlu mengawasi sentimen-sentimen berlebih untuk menciptakan pasar efisien, positif dan stabil.
3. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan penelitian ini dapat menjadi sumber rujukan bagi penelitian-penelitian selanjutnya, diharapkan penelitian berikutnya dapat menambah variabel-variabel lain, memperluas sektor atau indeks saham, menambah sampel serta periode pengamatan terkait perilaku *herding* di Pasar Modal Indonesia untuk hasil penelitian yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Abidin, F (2018). Apa Itu Bullish dan Bearish?. Diambil pada 5 Februari, 2023, dari <https://www.idxchannel.com/yuknabungsaaham/apa-itu-bullish-dan-bearish>
- Akriana, F., & Hasanah, N. (2022). Analisis Perilaku *Herding* Pada Saham IPO di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2019. *Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi*, Vol. 20, No. 1, 52-58.
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2010). *Behavioral Inance: Investors, Corporations, and Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Handbook of The Economics of Finance*, No.1, 1053–1128.
- Bharti, & Kumar, A. (2022). Exploring Herding Behaviour in Indian EquityMarket during COVID-19 Pandemic: Impact of Volatility and Government Response. *Millennial Asia*, Vol.13, No.3, 513-531.
- Basuki, A. T., dan Prawoto, N. (2017). Analisis Regresi: Dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis (Dilengkapi Aplikasi SPSS & Eviews). Depok: Raja Grafindo Persada.
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2000). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No. 3, 279–310.
- Bodie, Z., & Kane, A. (2020). *Investments*. New York: McGraw-Hill Education
- Bogdan, S., Suštar, N., & Draženović, B. O. (2022). Herding Behavior in Developed, Emerging, and Frontier European Stock Markets During COVID-19 Pandemic. *Journal of*

Risk And Financial Management, Vol. 15, No. 9, 400.

- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective. *Journal of Banking & Finance, Vol. 24, No.10*, 1651–1679.
- Chaudhary, A. K. (2013). Impact of Behavioral Finance in Investment Decisions and Strategies-A Fresh Approach. *International Journal of Management Research and Business Strategy, Vol. 2, No. 2*, 85–92.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd Around the Market? *Financial Analysts Journal, Vol. 51, No. 4*, 31–37.
- Dewi, M. (2019). Pengaruh Laba Bersih Terhadap Harga Saham PT. Media Nusantara Citra Tbk. *Jurnal Penelitian Ekonomi Akuntansi, Vol. 3, No. 1*, 74-85.
- Economou, F., Kostakis, A., & Philippas, N. (2011). Cross-Country Effects in Herding Behaviour: Evidence from Four South European Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 21, No. 3*, 443–460.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2*, 383–417.
- Fuller, R. J. (1998). Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing, Vol. 2, No. 3*, 291–293.
- Gutierrez, R. C., & Kelley, E. K. (2009). Institutional Herding and Future Stock Returns. *Available at SSRN 1107523*.
- Hartono, J. (2022). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE. Huei Ng, S., Zhuang, Z., Toh, M.-Y.,

Ong, T.-S., & Teh, B.-H. (2022). Exploring Herding Behavior in An Innovative-Oriented Stock Market: Evidence from Chinext. *Journal of Applied Economics*, Vol. 25, No. 1, 523–542.

International Monetary Fund. (2021). Emerging Markets Must Balance Overcoming the Pandemic, Returning to More Normal Policies, and Rebuilding Their Economies. Diambil Pada 5 Februari, 2023, dari <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/the-future-of-emerging-markets-dutttagupta-and-pazarbasioglu.htm>

Jiang, R., Wen, C., Zhang, R., & Cui, Y. (2022). Investor's Herding Behavior in Asian Equity Markets During COVID-19 Period. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 73, 101771.

Lao, P., & Singh, H. (2011). Herding Behaviour in the Chinese and Indian Stock Markets. *Journal of Asian Economics*, Vol. 22, No. 6, 495–506.

Méndez, C., & Arias, J. (2021). Herding Behaviour in Australian Stock Market: Evidence on COVID-19 Effect. *Applied Economics Letters*, Vol. 28, No. 21, 1898–1901.

Nofsinger, J. R., & Sias, R. W. (1999). Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No.6, 2263–2295.

Otoritas Jasa Keuangan. (2019). Mengenal Jenis-Jenis Indeks Saham. Diambil pada 5 Februari, 2023, dari <https://sikapiuangmu.ojk.go.id/Frontend/CMS/Article/10508>

Pasaribu, H. Z., & Sadalia, I. (2018). Analisis Perilaku Herding Investor Pada Saham LQ-45 di Pasar Modal Indonesia. In *Talenta Conference Series: Local Wisdom, Social, and Arts (LWSA)*, Vol. 1, No. 2. 408-418.

- Rahayu, A. D., Oktaverina, C., Ningtyas, R. A., & Putra, A. (2019). Analisis Faktor-Faktor Determinan dan Perilaku *Herding* di Pasar Saham. *Jurnal Riset Manajemen*. Vol. 8, No. 2, 45-59.
- Sadewo, R. A. J., & Cahyaningdyah, D. (2022). Investor *Herding* Behavior in Extreme Conditions During COVID-19: Study on Indonesian Stock Market. *Management Analysis Journal*, Vol. 11, No. 1, 22–29.
- Sewell, M. (2007). Behavioural Finance. *University of Cambridge*, Vol. 13, 389– 393.
- Simanjuntak, E. M., & Dewi, V. I. (2022). Analisis Perilaku *Herding* pada Indeks SriKehati saat Kondisi Pandemi COVID 19. *E-Jurnal Akuntansi*, Vol. 32, No. 3, 762-776.
- Sugiyono. (2021). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Tagar.id. (2020). Mengenal Saham LQ45 yang Banyak Diminati Investor. Diambil pada 25 April, 2023, dari <https://www.tagar.id/mengenal-saham-lq45-yang-banyak-diminati-investor>
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Teraji, S. (2003). Herd Behavior and the Quality of Opinions. *The Journal of Socio-Economics*, Vol. 32, No. 6, 661–673.
- Yalçin, D., & Aybars, A. (2022). Testing for Herd Behavior in Borsa Istanbul During the COVID-19 Pandemic. *Marmara Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, Vol. 44, No. 1, 36–52.

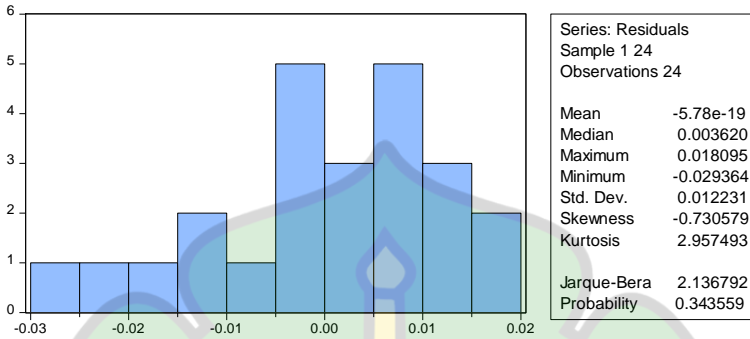
LAMPIRAN

Lampiran 1 Data CSAD, *Return* Pasar Absolut dan *Return* Pasar Kuadrat

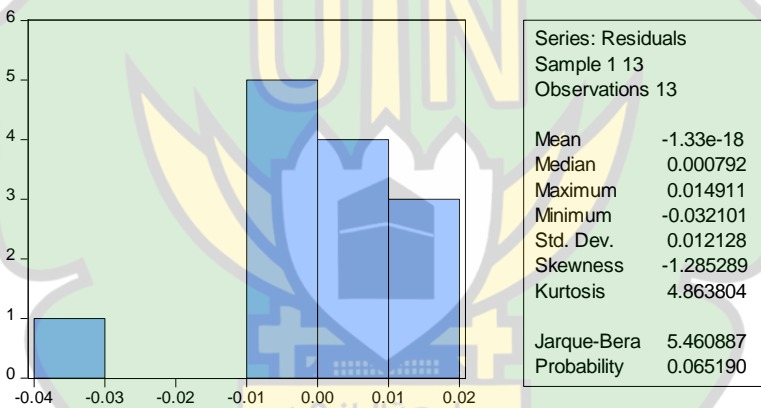
CSAD	<i>Return</i> Pasar Absolut	<i>Return</i> Pasar Kuadrat
0,079977	0,024506	0,000601
0,079977	0,035933	0,001291
0,083138	0,044414	0,001973
0,073853	0,010036	0,000101
0,053162	0,005684	3,23E-05
0,085046	0,049288	0,002429
0,071135	0,025815	0,000666
0,080418	0,052792	0,002787
0,093457	0,032534	0,001058
0,081515	0,064727	0,00419
0,0411	0,022686	0,000515
0,044231	0,000462	2,13E-07
0,055819	0,008825	7,79E-05
0,053589	0,04886	0,002387
0,066647	0,037999	0,001444
0,079024	0,061046	0,003727
0,089288	0,026404	0,000697
0,079141	0,061356	0,003765
0,074409	0,013418	0,00018
0,058695	0,045155	0,002039
0,056875	0,011087	0,000123
0,057473	0,00261	6,81E-06
0,045676	0,005759	3,32E-05
0,054695	0,070516	0,004973

Lampiran 2 Uji Normalitas

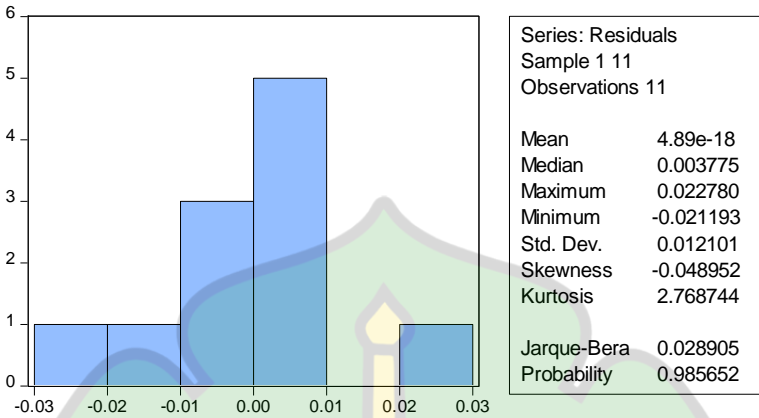
Uji Normalitas pada Kondisi Pasar *General*



Uji Normalitas pada Kondisi Pasar *Bearish*



Uji Normalitas pada Kondisi Pasar *Bullish*



Lampiran 3 Uji Heretorkedastisitas

Uji Heretorkedastisitas pada Kondisi Pasar *General*

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.970364	Prob. F(2,21)	0.3953
Obs*R-squared	2.030339	Prob. Chi-Square(2)	0.3623
Scaled explained SS	1.696198	Prob. Chi-Square(2)	0.4282

Uji Heretorkedastisitas pada Kondisi Pasar *Bearish*

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	0.190538	Prob. F(2,10)	0.8294
Obs*R-squared	0.477213	Prob. Chi-Square(2)	0.7877
Scaled explained SS	0.484877	Prob. Chi-Square(2)	0.7847

Uji Heretorkedastisitas pada Kondisi Pasar *Bullish*

Heteroskedasticity Test: Glejser

F-statistic	1.699305	Prob. F(2,8)	0.2426
Obs*R-squared	3.279761	Prob. Chi-Square(2)	0.1940
Scaled explained SS	2.301763	Prob. Chi-Square(2)	0.3164

Lampiran 4 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar *General*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.645309	Prob. F(2,19)	0.5356
Obs*R-squared	1.526560	Prob. Chi-Square(2)	0.4661

Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar *Bearish*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.211303	Prob. F(2,8)	0.8139
Obs*R-squared	0.652278	Prob. Chi-Square(2)	0.7217

Uji Autokorelasi pada Kondisi Pasar *Bullish*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.202444	Prob. F(2,6)	0.8221
Obs*R-squared	0.695370	Prob. Chi-Square(2)	0.7063

Lampiran 5 Analisis Regresi Linear Berganda

Uji Regresi pada Kondisi Pasar *General*

Dependent Variable: CSAD

Method: Least Squares

Date: 03/22/23 Time: 12:12

Sample: 1 24

Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047791	0.006450	7.409769	0.0000
RMT_ABS	1.349629	0.458681	2.942413	0.0078
RMT2	-15.43518	6.618126	-2.332259	0.0297
R-squared	0.367182	Mean dependent var		0.068264
Adjusted R-squared	0.306914	S.D. dependent var		0.015375
S.E. of regression	0.012800	Akaike info criterion		-5.762269
Sum squared resid	0.003441	Schwarz criterion		-5.615013
Log likelihood	72.14723	Hannan-Quinn criter.		-5.723202
F-statistic	6.092461	Durbin-Watson stat		1.629533
Prob(F-statistic)	0.008193			

جامعة الرانيري

A R - R A N I R Y

Uji Regresi pada Kondisi Pasar *Bearish*

Dependent Variable: CSAD

Method: Least Squares

Date: 03/21/23 Time: 21:41

Sample: 1 13

Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.042501	0.010179	4.175565	0.0019
ABS_RMT	1.864278	0.720558	2.587270	0.0271
RMT2	-22.52480	9.788983	-2.301036	0.0442
R-squared	0.424643	Mean dependent var		0.068269
Adjusted R-squared	0.309571	S.D. dependent var		0.015989
S.E. of regression	0.013285	Akaike info criterion		-5.605154
Sum squared resid	0.001765	Schwarz criterion		-5.474781
Log likelihood	39.43350	Hannan-Quinn criter.		-5.631952
F-statistic	3.690251	Durbin-Watson stat		2.028372
Prob(F-statistic)	0.063050			

Uji Regresi pada Kondisi Pasar *Bullish*

Dependent Variable: CSAD

Method: Least Squares

Date: 03/21/23 Time: 21:48

Sample: 1 11

Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050621	0.009261	5.466044	0.0006
ABS_RMT	0.859586	0.677105	1.269502	0.2399
RMT2	-7.472090	10.54169	-0.708813	0.4986
R-squared	0.381990	Mean dependent var		0.068259
Adjusted R-squared	0.227488	S.D. dependent var		0.015393
S.E. of regression	0.013529	Akaike info criterion		-5.540918
Sum squared resid	0.001464	Schwarz criterion		-5.432401
Log likelihood	33.47505	Hannan-Quinn criter.		-5.609323
F-statistic	2.472390	Durbin-Watson stat		1.546096
Prob(F-statistic)	0.145875			

Lampiran 6 Uji t

Uji t pada Kondisi Pasar *General*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/22/23 Time: 12:12
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047791	0.006450	7.409769	0.0000
RMT_ABS	1.349629	0.458681	2.942413	0.0078
RMT2	-15.43518	6.618126	-2.332259	0.0297

Uji t pada Kondisi Pasar *Bearish*

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 03/21/23 Time: 21:41
Sample: 1 13
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.042501	0.010179	4.175565	0.0019
ABS_RMT	1.864278	0.720558	2.587270	0.0271
RMT2	-22.52480	9.788983	-2.301036	0.0442

Uji t pada Kondisi Pasar *Bullish*

Method: Least Squares
Date: 03/21/23 Time: 21:48
Sample: 1 11
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050621	0.009261	5.466044	0.0006
ABS_RMT	0.859586	0.677105	1.269502	0.2399
RMT2	-7.472090	10.54169	-0.708813	0.4986