ANALISIS PERILAKU HERDING PADA SAHAM LQ-45 SEBELUM DAN SELAMA PANDEMI COVID-19 DI INDONESIA

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

Sarwinda Siti Wardani
175020407111024

JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2021

Analisis Perilaku Herding Pada Saham LQ-45 Sebelum dan Selama Pandemi COVID-19 di Indonesia

Sarwinda Siti Wardani
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Email: sarwinda@student.ub.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah perilaku Herding terjadi di pasar saham Indonesia khususnya saham LQ-45 yang dihubungkan dengan adanya fenomena pandemic COVID-19 di Indonesia. Periode yang digunakan adalah tahun 2019 atau sebelum adanya pandemic COVID-19 yang merupakan kondisi market normal dan tahun 2020 atau selama pandemic COVID-19 yang menggambarkan kondisi market stress. Kedua periode tersebut dipilih untuk menganalisis perilaku herding pada fenomena yang berbeda. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode pendekatan oleh Chang, Cheng & Khorana (2000) yaitu CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation) untuk mencari nilai return dispersi yang kemudian dilihat hubungannya dengan Return pasar menggunakan analisis regresi linier berganda metode OLS (Ordinary Least Square). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada indikasi perilaku herding di saham-saham LQ-45 pada tahun 2019 maupun tahun 2020. Artinya investor Indonesia bertindak rasional saat sebelum dan selama pandemi COVID-19 di Indonesia. selain itu, peran pemerintah dan lembaga terkait lainnya yang turut melakukan strategi pemulihan ekonomi Indonesia sehingga menambah kepercayaan para Investor di Indonesia yang pada akhirnya tidak terjadi perilaku herding pada pasar saham Indonesia.

Kata kunci: Perilaku Herding, Behavioral Finance, Cross Sectional Absolute Deviation, Pandemi COVID-19

A. PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 di Indonesia pertama kali muncul pada bulan Maret tahun 2020 dengan jumlah kasus terkonfirmasi yang terus mengalami peningkatan. Pandemi COVID-19 telah menciptakan tantangan tersendiri karena belum pernah terjadi sebelumnya dan menjadi suatu ancaman besar, tidak hanya bagi kesehatan masyarakat namun juga bagi perekonomian negara yg memicu ketidakpastian di pasar, salah satunya adalah pasar saham. Ketika pasar mengalami kondisi yang tidak menentu akan menyebabkan *Informational Cascades*, yaitu investor akan menghadapi ketidakpastian sumber informasi dan ketidakjelasan tentang kondisi pasar yang menyebabkan kepanikan bagi para investor yang merasa khawatir terhadap kinerja portofolionya. Ketika dilanda kepanikan, investor akan mengabaikan analisis fundamental maupun teknikal dan menyebabkan keraguan investor terhadap analisisnya pada kondisi *market stress* dan cenderung untuk mengikuti *signal* dan perilaku investor lain yang dianggap lebih *high skilled* untuk mengamankan kinerja portofolio investor tersebut (Lindhe, 2012). Kondisi yang seperti ini mengindikasikan terjadinya perilaku Herding. Menurut (Devenow & Welc, 1996) perilaku herding merupakan kondisi psikologis saat investor mengabaikan keyakinan pribadi mereka dan mengikuti keyakinan sebagian besar orang tanpa berpikir panjang atau mengikuti arah konsensus pasar.

Menurut Christie & Huang (1995) peluang perilaku herding untuk muncul lebih besar saat kondisi pasar pada periode *market stress* yang dapat dilihat dari penurunan sektor riil atau GDP dan pelemahan pasar saham atau IHSG.

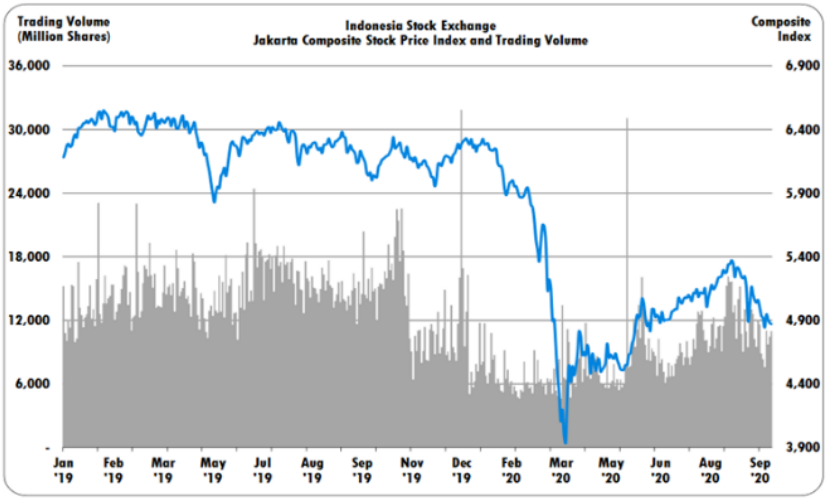
Gambar 1. Kondisi GDP tahun 2019-2020



Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS), 2020

Pandemi COVID-19 memberikan tekanan yang berat pada perekonomian Indonesia, seiring dengan kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) dan instruksi untuk kerja dari rumah *(Work from Home/WFH).* Kondisi *market stress* dapat dilihat dari pertumbuhan ekonomi yang negatif (kontraksi) pada kuartal kedua tahun 2020 sebesar -5,32% yang berlanjut sampai kuartal ketiga tahun 2020 sebesar -3,49% yang sebelumnya pada kuartal pertama tahun yang sama pertumbuhan ekonomi Indonesia masih positif sebesar 2,97%. Dampak dari pandemi ini juga dirasakan di pasar modal, tepatnya pada pasar saham Indonesia yang dapat dilihat dari perkembangan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan).

Gambar 2. Kondisi IHSG selama tahun 2019-2020



Sumber: Publikasi Statistik BEI Tahun 2020

Dapat dilihat dari grafik diatas bahwa pada bulan maret 2020 terjadi penurunan IHSG. Tren penurunan IHSG ini diawali pada bulan Februari 2020 dengan tingkat penurunan paling tajam terjadi pada tanggal 24 Maret 2020 ke level 3,937.63 atau sebesar 23,37% mtd yang merupakan level terendah dalam 8 tahun terakhir. Pelemahan yang sangat tajam tersebut diakibatkan oleh kepanikan investor akibat perkembangan penyebaran COVID-19 yang agresif di Indonesia pada kuartal pertama. Sehingga jika dibandingkan dengan sektor riil (GDP) yang mengalami kontraksi sebesar -5,3% pada kuartal kedua 2020, pasar saham (IHSG) justru mengalami pelemahan yang paling signifikan pada kuartal pertama tahun 2020. Hal ini dapat disimpulkan bahwa pasar saham terdampak lebih cepat daripada sektor riil akibat adanya pandemic COVID-19 di Indonesia.

Kusuma et, al (2013) beranggapan bahwa Bursa Saham Indonesia didominasi atau digerakkan oleh Investor Asing yang salah satunya dapat dilihat dari Net Buy dan Net Sell saham. BEI mencatat transaksi yang dilakukan oleh investor asing pada Bursa Saham Indonesia selama tahun 2020 atau saat terjadi pandemic COVID-19 yang ditunjukkan pada data dibawah ini.

Tabel 1. Daftar Transaksi oleh Investor Asing di Bursa Saham Indonesia Tahun 2020

bulan	volume (shares)	value (IDR)
januari	2,114	33,580
februari	-849	-4,757,021
maret	-3,493	-5,590,927
april	-7,561	-8,817,380
mei	4,257	8,030,513
juni	-5,142	-4,544,672
juli	-8,483	-3,851,799
agustus	-11,929	-8,505,415
september	-9,703	-15,589,073

Sumber: Publikasi Statistik BEI Tahun 2020 (data diolah)

Pada bulan Januari sampai Maret 2020, terjadi penurunan volume transaksi yang cukup besar oleh investor asing di Bursa Saham Indonesia, yg ditandai dengan angka negatif (atau terjadi aksi jual saham oleh investor asing). Aksi tersebut selaras dengan penurunan IHSG pada periode yg sama yg dapat dilihat dari grafik IHSG. Hal ini menimbulkan asumsi bahwa investor domestik mengikuti keputusan aksi jual saham seperti investor asing. Pasar mempersepsikan investor asing memiliki informasi yang lebih berkualitas daripada investor domestik, sehingga seringkali membuat pasar bereaksi berlebihan ketika ada aksi jual atau beli dalam jumlah yang besar. Persepsi tersebut yang menyebabkan investor lokal melakukan transaksi dengan arah yang sama seperti investor asing, sehingga perilaku tersebut mengindikasikan adanya herding (Kusuma et al, 2013).

Perilaku herding menyebabkan perubahan harga saham yang akan berimplikasi pada return dan risiko aset tersebut, yang demikian akan mengakibatkan asset price melenceng dari nilai fundamentalnya atau terjadi *mispricing* (Chiang & Zheng, 2010 dalam Dharmawan, 2015). Apabila terjadi *mispricing* artinya harga saham yang ada tidak merefleksikan informasi dari kondisi perusahaan yang sebenarnya, oleh karena itu perilaku herding bertentangan dengan teori Efficient Market Hypothesis (EMH). Ketika harga saham di Bursa melenceng dari nilai fundamental yang berlangsung lama, akan memperburuk volatilitas harga saham yang akhirnya terjadi *bubble* bahkan *crash* pada Bursa Saham.

Penelitian mengenai perilaku herding sudah banyak dilakukan oleh para peneliti terdahulu, namun tidak banyak penelitian yang dilakukan dalam kondisi pandemi COVID-19. Hal ini dikarenakan fenomena tersebut adalah pengalaman pertama yang belum pernah terjadi sebelumnya. Dengan menggunakan metode CSAD (Cross Section Absolute Deviation) dari Chang, Cheng, dan Khorana, beberapa peneliti telah membahas dampak COVID-19 terhadap perilaku herding, (Espinosa-Méndez & Arias, 2021) menemukan bukti kuat bahwa pandemi COVID-19 meningkatkan perilaku herding di pasar saham Eropa, namun penelitian yang dilakukan oleh (Wu, Yang, & Zhao, 2020) tidak menemukan perilaku herding di dua pasar saham Tiongkok (Pasar saham Shanghai dan Shenzhen) selama pandemi COVID-19.

Berdasarkan dari fenomena dan Research Gap dari para peneliti sebelumnya, maka peneliti menganggap penelitian ini layak dilakukan untuk mendeteksi herding, terutama pada pasar saham Indonesia, karena menurut Chang, Cheng, & kharona (2000) perilaku herding banyak ditemukan di negara dengan kondisi pasar yang sedang berkembang (emerging market) yaitu, informasi makro lebih dominan daripada informasi mikro. Indonesia merupakan salah satu negara emerging market (World Bank, 2020 – international monetary fund). Peneliti tertarik untuk mendeteksi perilaku herding di Bursa Saham Indonesia khususnya indeks LQ-45. Hal ini dikarenakan salah satu alasan terjadinya perilaku herding menurut (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) yaitu investor lebih memilih saham yang *better known* dan likuid. Dalam Bursa Saham Indonesia, saham yang termasuk dalam kategori tersebut adalah saham yang tergabung dalam indeks LQ-45 karena memiliki fundamental yang baik dan aktif diperdagangkan.

Gambar 3. Kondisi Indeks LQ-45 Selama Tahun 2019-2020 di Indonesia



Sumber: Yahoo Finance

Indeks LQ-45 merupakan indeks pasar di Bursa Efek Indonesia dengan likuiditas dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga dapat mencerminkan kondisi pasar saham di Indonesia. Dalam grafik diatas dapat dilihat bahwa perkembangan indeks LQ-45 selama tahun 2019 berkinerja positif dan stabil, sehingga merupakan periode dengan kondisi *market normal*. Namun Indeks LQ-45 selama tahun 2020 mengalami volatilitas yang tinggi tepatnya pada 15 Maret dengan menyentuh level 624,76 dan terkoreksi sebesar 24,67%. Selain itu, berdasarkan Laporan Keuangan saham-saham LQ-45 sebanyak 31 emiten mencatatkan penurunan laba bersih secara agregat sebesar 41,4% year on year (yoy) serta penurunan pendapatan agregat sebesar 7,4% year on year (yoy) pada tahun 2020 (PT Mirae Asset Sekuritas Indonesia, 2020). Selama tahun 2020, investor asing mencatat penjualan bersih (net sell) senilai Rp53,82 triliun, yang sebagian besar adalah pada saham-saham LQ-45 (RTI Infokom, 2021). Hal ini mengindikasikan bahwa kondisi indeks LQ-45 pada tahun 2020 yang relative berfluktuasi dan terjadi volatilitas yang tinggi merupakan periode dengan kondisi *market stress*.

Selain itu, penelitian ini menggunakan dua periode yang berbeda, yaitu tahun 2019 dan 2020 agar mengetahui bagaimana pengaruh kondisi market normal yaitu sebelum pandemic COVID-19 maupun pengaruh kondisi market stress yaitu selama pandemic COVID-19 terhadap perilaku herding di pasar saham Indonesia, khususnya saham-saham LQ-45.

Berdasarkan latar belakang masalah yang dipaparkan diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul "Analisis Perilaku Herding Pada Saham LQ-45 Sebelum dan Selama Pandemi COVID-19 di Indonesia".

B. TINJAUAN PUSTAKA

Efficient Market Hypothesis Theory

Teori tradisional atau lebih dikenal Efficient Market Hypothesis (EMH) pertama kali dikembangkan oleh Eugene Fama pada tahun 1970. Dalam teori ini mengasumsikan bahwa agen ekonomi yang berpartisipasi selalu rasional, hal ini dikarenakan bahwa harga sebuah aset (termasuk saham) merefleksikan semua informasi yang ada sehingga pasar akan efisien.

Dalam Efficient Market Hypothesis Theory, investor diasumsikan rasional yang berarti keputusan mereka didasarkan pada informasi yang relevan untuk memaksimalkan keuntungannya serta keputusan investasi mereka tidak dibingungkan dengan informasi-informasi dan tidak dipengaruhi oleh emosi (Byrne, 2008). Sedangkan pada realitanya, investor terkadang dapat bertindak tidak rasional dan menyebabkan terjadinya bias. Salah satu contohnya adalah fenomena besarnya perubahan harga atau volatilitas saat terjadi gejolak pasar. Besarnya volatilitas tersebut dapat menggambarkan bahwa perubahan harga yang sebenarnya terjadi bukan sepenuhnya dikarenakan alasan fundamental yang ada, melainkan disebabkan adanya perilaku tidak rasional investor. Sehingga para ekonom mulai memberikan tanggapan mengenai teori ini berkaitan dengan banyaknya anomaly yang ditemukan pada pasar yang tidak dapat dijelaskan oleh Efficient Market Hypothesis Theory. Oleh karena itu muncul teori Behavioural Finance yang menjelaskan investor tidak rasional tersebut yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangan investor.

Behavioral Finance

Teori ini dikembangkan berkaitan dengan fenomena ketidakmampuan teori keuangan tradisional atau Efficient Market Hypothesis Theory dalam menjelaskan anomali yang ada. Behavioral Finance merupakan studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangan investor (Shefrin, 2000). Behavioral Finance didasarkan pada beberapa agen (investor) yang tidak sepenuhnya rasional, salah satunya karena preferensi atau kesalahan (biases) dari keyakinan mereka (Ritter, 2003).

Menurut (Ritter, 2003 dalam Dharmawan, 2015) ilmu tentang Behavioural Finance terdiri dari dua bagian, yaitu cognitive psychology dan limit to arbitrage. Cognitive psychology yaitu tentang bagaimana manusia berpikir. Literatur-literatur psikologi banyak mendokumentasikan bahwa manusia membuat systematic errors pada cara berpikir manusia tersebut. Sedangkan limit to arbitrage adalah bagaimana manusia (investor) memanfaatkan pasar yang tidak efisien. Behavioral finance dimasukkan dalam pengambilan keputusan karena dapat menjadi faktor penggerak harga pasar. Salah satu biases yang dijelaskan oleh David Hirshleifer (2001) dalam penelitiannya yg berjudul *"Behavioral Finance in Asset Management a Primer"* adalah herding, yang dimana herding termasuk dalam sosial bias.

Perilaku Herding

(Keynes, 1936) pertama kali menjelaskan mengenai animal spirit, Manusia adalah social *animal* yang masih mempunyai naluri dasar dari hewan. Istilah herding diambil dari konsep *animal spirit* tersebut (Maximilian Candra, 2012). Herding berasal dari kata *herd* yang berarti sekumpulan. Perilaku herding merupakan kondisi psikologis saat investor mengabaikan keyakinan pribadi mereka dan mengikuti keyakinan sebagian besar orang tanpa berpikir panjang (Devenow & Welc, 1996). Perilaku herding terjadi ketika investor menghadapi ketidakpastian sumber informasi public dan menerima ketidakjelasan sinyal tentang pasar atau perusahaan (Kremer & Nautz, 2012 dalam Maximilian Chandra, 2012). (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) memberikan empat alasan penyebab perilaku herding dapat terjadi di pasar modal, yaitu:

a. Investor mengolah informasi yang sama.
b. Investor lebih memilih saham dengan ciri-ciri yang umum yaitu "better known" dan "liquid".
c. Para Manager Investasi cenderung mengikuti langkah transaksi yang diikuti oleh manajer lain untuk menjaga reputasinya.
d. Para Manajer Investasi mengikuti valuasi harga saham dari manager lainnya.

Salah satu dampak yang ditimbulkan dari perilaku herding adalah mispricing terhadap suatu saham, yaitu harga saham tidak menggambarkan kondisi fundamental perusahaan.

Pandemi COVID-19 Sebagai Kondisi Market Stress

Coronavirus Disease pada tahun 2019 (COVID-19) telah menjadi pandemi global semenjak diumumkan oleh *World Health Organization (WHO)* pada tanggal 11 Maret 2020. Menurut *World Health Organization (WHO)* Virus Corona (COVID-19) adalah penyakit menular yang disebabkan oleh *coronavirus* yang baru ditemukan, tepatnya di Kota Wuhan, Cina pada Desember 2019. COVID-19 telah menyebar di seluruh dunia, salah satunya Indonesia.

Pandemi COVID-19 menimbulkan guncangan ekonomi di seluruh dunia (Rosy Dhall & Bhanwar Singh, 2020). Menurut (Dhall & Singh, 2020) pandemi COVID-19 akan melemahkan kinerja pasar saham dan menimbulkan kepanikan di kalangan pelaku pasar saham. Seperti di pasar saham Indonesia yang dapat dilihat dari pergerakan IHSG yang mengalami pergerakan harga tidak wajar (volatilitas tinggi) sejak awal tahun 2020. Sehingga pada era ini disebut kondisi *market stress* karena pengurangan aktivitas ekonomi dan pergerakan harga yang tajam di pasar keuangan (Nugraha, A.S, 2020).

Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Scharfstein dan Stein (1990) yang meneliti perilaku herding diantara manajer investasi, dan menemukan terjadinya perilaku herding karena perbedaan reputasi dan kemampuan antar manajer investasi pada kondisi tertentu.

Kemudian (Christie & Huang, 1995) meneliti perilaku herding saat periode market stress di Pasar Saham Amerika dengan metode yang ia cetuskan yaitu CSSD (Cross Sectional Standard Deviation), namun dalam penelitiannya tidak ditemukan adanya indikasi perilaku herding.

Selanjutnya (Chang, Cheng & Khorana, 2000) meneliti perilaku herding di developed market dan emerging market. Kemudian mengadaptasi model dari Christie & Huang yakni CSSD, dengan memberikan tambahan pendekatan yg lebih kuat yaitu pendekatan non linier untuk mengukur hubungan antara nilai dispersi dengan return pasar yang akan menggambarkan kondisi market stress seperti yang diasumsikan oleh (Christie & Huang, 1995), yang kemudian dinamakan CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation). Dalam penelitiannya, (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) tidak menemukan indikasi perilaku herding di developed market (yaitu Amerika, Hongkong dan Jepang) namun, menemukan indikasi perilaku herding di Taiwan dan Korea Selatan yg merupakan emerging market saat periode penelitian.

Sejak saat itu, banyak penelitian mengenai perilaku herding menggunakan metode CSAD dari (Chang, Cheng, & Khorana, 2000), sehingga metode tersebut menjadi yang paling banyak digunakan untuk mendeteksi herding hingga saat ini. Seperti penelitian yg dilakukan oleh (Valdo Valiant, 2017) yang meneliti tentang herding dihubungkan dengan krisis keuangan global tahun 2008 yang meneliti mengenai herding di pasar saham Indonesia pada periode market stress (2008) dan market normal (2016), yang kemudian ditemukan bahwa terjadi indikasi perilaku herding di kedua periode tersebut.

Adapun penelitian terbaru mengenai perilaku herding di masa pandemi COVID-19 di berbagai negara, seperti yang dilakukan oleh (Espinosa-Méndez & Arias, 2021) yang menemukan bukti signifikan bahwa pandemic COVID-19 meningkatkan terjadinya perilaku herding di pasar modal Eropa. Namun penelitian yang dilakukan oleh (Wu, Yang, & Zhao, 2020) tidak menemukan indikasi perilaku herding selama periode pandemi COVID-19 di dua pasar saham Tiongkok, yaitu Shanghai dan Shenzhen.

Kerangka Penelitian



C. METODE PENELITIAN

A. Pendekatan Penelitian

Pendekatan yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian kuantitatif adalah penelitian yang didasari pada asumsi, kemudian ditentukan variabel lalu dianalisis dengan menggunakan metode-metode penelitian yang valid (Nana Sudjana & Ibrahim ,2001).

B. Variabel Penelitian

1). Variabel independen

Merupakan variabel bebas atau tidak terikat yang berpengaruh terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini adalah Return Pasar Absolut dan Return Pasar Kuadrat.

a. Return Pasar Absolute | Rm,t |

Variabel return pasar absolut digunakan untuk menjelaskan hubungan linier antara nilai return dispersi dengan return pasar sesuai dengan asumsi rational asset pricing model. Nilai dispersi akan meningkat seiring dengan peningkatan pada return saham secara keseluruhan, dan digunakan untuk menggambarkan saat return pasar dalam keadaan normal (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Berikut persamaan untuk menghitung return pasar absolut:

$$| R_{m,t} | = | \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} | \qquad (1)$$

Keterangan:

$| R_{m,t} |$: return pasar absolut pada periode t

$P_{i,t}$: harga indeks pasar pada periode t

$P_{i,(t-1)}$: harga indeks pasar pada periode sebelumnya (t-1)

b. Return Pasar Kuadrat ($R^2_{m,t}$)

Variabel return pasar kuadrat digunakan untuk menjelaskan hubungan non-linier antara nilai return dispersi dengan return pasar. Selain itu, variabel ini digunakan untuk menggambarkan pergerakan harga yang tidak wajar atau pada saat kondisi market stress (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Saat investor mulai membuang keyakinan yang dimiliki dan mengikuti sentimen pasar yang ada, hubungan yang awalnya linier seperti yang diasumsikan rational asset pricing model berubah menjadi hubungan non-linier, yang menandakan bahwa nilai dispersi akan turun atau meningkat pada decreasing rate saat terjadi peningkatan pada return pasar (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Berikut persamaan untuk menghitung return pasar kuadrat:

$$(R^2 m, t) = (\frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}})^2 \qquad (2)$$

Keterangan:

$| R_{m,t} |$: return pasar absolut pada periode t

$P_{i,t}$: harga indeks pasar pada periode t

$P_{i,(t-1)}$: harga indeks pasar pada periode sebelumnya (t-1)

2). Variabel dependen

Merupakan variabel tidak bebas atau terikat yang dipengaruhi oleh variabel lain. Dalam penelitian ini adalah nilai dispersi (CSAD). CSAD digagas pertama kali oleh (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) dan merupakan metode yang paling tepat untuk mengukur nilai dispersi return. CSAD merupakan nilai yang menggambarkan perbedaan seberapa jauhnya return saham individual dengan return pasar atau tingkat penyebaran imbal hasil saham sebagai alat bantu untuk mendeteksi adanya perilaku herding. Untuk menghitung CSAD dibutuhkan data return saham individu dan return pasar dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

Keterangan:

$R_{i,t}$: return saham individual pada periode t

$R_{m,t}$: harga pasar pada periode t

N : jumlah perusahaan dalam sampel

C. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang sahamnya tergabung dalam Indeks LQ45 pada dua periode, yaitu pada tahun 2019 dan 2020. Kemudian menentukan sampel dengan metode purposive sampling, yaitu dengan kriteria-kriteria bahwa saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ-45 harus konsisten listed dalam indeks LQ-45 selama tahun 2019 sampai 2020.

D. Metode Pengumpulan Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari data closing price harian dari saham-saham perusahaan selama tahun 2019 dan 2020. Data tersebut diperoleh dari situs resmi Yahoo Finance (finance.yahoo.com) dan Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Data closing price harian tersebut dapat diklasifikasikan sebagai data runtut waktu untuk mencari nilai dispersinya (CSAD) agar selanjutnya dapat dijadikan data cross section setiap saham dalam satu tahun penelitian, dalam penelitian ini yaitu tahun 2019 dan 2020.

E. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda dengan basis OLS (Ordinary Least Square), oleh karena itu diperlukan uji asumsi klasik sebagai syarat yang harus dipenuhi agar model yang dibuat menjadi valid atau dikatakan BLUE (Best Linear Unbiased Estimation). Berikut tahapan analisis dalam penelitian ini:

1). Analisis deskriptif variabel

Dalam analisis ini memberikan gambaran suatu data yang dapat dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi. Namun, sebelum melakukan analisis ini harus menghitung terlebih dahulu variabel return pasar absolute, return pasar kuadrat dan CSAD.

2). Analisis Uji Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

   berfungsi untuk mengetahui adanya korelasi antar variabel bebas dalam model regresi (Ghozali, 2018).

   dengan melihat nilai variance inflation factor (VIF).

b. Uji Normalitas

   Dilakukan untuk melihat bagaimana distribusi pada suatu data, apakah suatu data berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan Jarque-Bera Test (J-B test) dengan melihat dari probabilitas yang dihasilkan.

c. Uji Heteroskedastisitas

   Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dapat menggunakan Uji Breusch Pagan Godfrey, Harvey, Glejser, ARCH dan White Test.

3). Analisis Regresi

Untuk mendeteksi herding, dibutuhkan parameter regresi untuk melihat hubungan antara nilai dispersi (CSAD) dengan return pasar yang mengadaptasi model dari (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Persamaan dari model tersebut, yaitu:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma 1 \left|R_{m,t}\right| + \gamma 2 \, R_{m,t}^2 + \varepsilon_t \quad (4)$$

Keterangan:

α : variabel intersect

$\gamma 1$: koefisien linier antara CSAD dan return portofolio pasar

$\gamma 2$: koefisien non-linear antara CSAD dan return portofolio pasar

$R_{m,t}$: return pasar pada periode t

ε_t : standard error

Perilaku herding akan menyebabkan hubungan antara CSAD dengan return pasar $(R_{m,t}^2)$ yang semula linear akan menjadi non-linear. Hubungan non-linear tersebut kemudian berimplikasi pada koefisien $R_{m,t}^2$ yang negatif signifikan ($\gamma 2 < 0$) secara statistika. Koefisien $\gamma 2$ yang negatif dan signifikan tersebut ($\gamma 2 < 0$), mengindikasikan bahwa terjadi perilaku herding di bursa saham, yang mana hal tersebut direfleksikan dari nilai CSAD yang menurun (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

a. Plotting Koefisien Rm2 untuk melihat Herding dari waktu ke waktu

Melihat perilaku Herding pada saham-saham LQ-45 dari waktu ke waktu pada periode tahun 2019 dan 2020 dengan menggunakan data closing price harian atau data runtut waktu yang selanjutnya dijadikan model data Panel. Beberapa tahapan pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Menghitung Rm abs, Rm2, dan CSAD sebagai data time series dan cross section dalam tiap saham-saham LQ-45, sehingga terbentuk sebagai data Panel pada tiap periode yaitu tahun 2019 dan tahun 2020.
2. Estimasi Model Regresi Data Panel.
3. Melakukan pemilihan model terbaik data panel (Uji Chow, Uji Hausman, Uji Langrange Multiplier).
4. Melihat derivatif dari variable kuadrat kemudian melakukan plot dengan data return.
5. Membuat variabel baru yaitu derivative Rm2, Standar Deviasi Atas, dan Standar Deviasi Bawah dari hasil estimasi model Penelitian.
6. Kemudian Plot ketiga variabel baru tersebut sehingga membentuk grafik pada masing-masing tahun yaitu 2019 dan 2020.

4). Pengujian Hipotesis

a. Uji Statistik T

Dilakukan untuk melihat bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial atau individual.

b. Uji Statistik F

Merupakan uji yang menunjukan bagaimana kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen secara simultan atau bersama-sama (Gujarati, 2006).

c. Uji Determinasi R2

Koefisien Determinasi (R2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi dari variabel independen (Ghozali, 2005).

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Hasil dalam penelitian ini dibagi menjadi dua, hal ini dikarenakan peneliti menggunakan data cross-section pada dua tahun observasi yang berbeda untuk melihat secara spesifik perilaku herding dan menganalisa masing-masing fenomena yang terjadi di dua tahun yang berbeda yaitu tahun dimana sebelum terjadi pandemi COVID-19 yaitu tahun 2019 dan selama terjadi pandemi COVID-19 yaitu tahun 2020.

A. Analisis Deskriptif Statistik

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, varian, maksimum, minimum (Ghozali, 2009).

Gambar 5. Statistik Deskriptif Tahun 2019 dan 2020

	CSAD	RM_ABS	RM2
Mean	0.883173	0.002156	0.018288
Median	0.917280	0.025450	0.016461
Maximum	1.434190	0.152200	0.040441
Minimum	0.153810	-0.201100	0.000320
Std. Dev.	0.384555	0.137136	0.012548
Skewness	-0.487812	-0.285684	0.392398
Kurtosis	2.492717	1.475092	2.495154
Jarque-Bera	1.813770	3.977708	1.306161
Probability	0.403780	0.136852	0.520440
Sum	31.79422	0.077600	0.658384
Sum Sq. Dev.	5.175891	0.658216	0.005511
Observations	36	36	36

	CSAD	RM_ABS	RM2
Mean	0.732075	-0.035694	0.017726
Median	0.737125	-0.051100	0.012144
Maximum	1.646790	0.245500	0.060270
Minimum	0.149380	-0.210000	3.00E-06
Std. Dev.	0.527136	0.130086	0.021671
Skewness	0.602644	1.121809	1.095318
Kurtosis	2.014435	3.625827	2.603915
Jarque-Bera	3.636089	8.138227	7.433657
Probability	0.162343	0.017093	0.024311
Sum	26.35470	-1.285000	0.638146
Sum Sq. Dev.	9.725529	0.592282	0.016437
Observations	36	36	36

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Pada tahun 2019 (market normal/sebelum pandemic COVID-19) terdapat 36 pengamatan atau saham yang konsisten listed dalam indeks LQ-45. Variabel CSAD (Dispersi) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.883173, nilai maksimum sebesar 1.434190 dan nilai minimum sebesar 0.153810 sedangkan variabel return market memiliki nilai rata-rata sebesar 0.002156, nilai maksimum sebesar 0.152200 dan nilai minimum sebesar -0.201100. Variabel return market kuadrat memiliki nilai rata-rata 0.018288, nilai maksimum 0.040441 dan nilai minimum sebesar 0.000320.

Pada tahun 2020 (market stress/selama pandemic COVID-19) terdapat 36 pengamatan atau saham yang konsisten listed dalam indeks LQ-45. Variabel CSAD (Dispersi) memiliki nilai rata-rata sebesar 0.732075, nilai maksimum sebesar 1.646790 dan nilai minimum sebesar 0.149380 sedangkan variabel return market memiliki nilai rata-rata sebesar -0.035694, nilai maksimum sebesar 0.245500 dan nilai minimum sebesar -0.210000. Variabel return market kuadrat memiliki nilai rata-rata 0.017726, nilai maksimum 0.060270 dan nilai minimum sebesar 3.00E-06.

B. Analisis Uji Asumsi Klasik

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, varian, maksimum, minimum (Ghozali, 2009). Berikut tahapan analisis dalam penelitian ini:

1). Uji Multikolinearitas

Pengujian Multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai dari Variance Inflation Factor (VIF) pada masing-masing variabel independen dalam persamaan model.

Tabel 2. Hasil Uji Multikolinearitas Tahun 2019 dan 2020

	2019		**2020**	
	Rmabs	Rm2	Rmabs	Rm2
Centerded VIF	1.163707	1.163707	1.233654	1.233654

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari hasil pengujian multikolinearitas diatas dapat dilihat bahwa dalam penelitian ini, hasil uji tahun 2019 maupun 2020, variabel RM_abs (Return Market Absolut) dan RM2 (Return Market Kuadrat) memiliki nilai VIF yang nilainya kurang dari 10. Sehingga kesimpulannya adalah tidak terjadi masalah multikolinearitas pada kedua tahun tersebut.

2). Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan Jarque-Bera Test (J-B test) dengan melihat dari probabilitas yang dihasilkan. Dalam penelitian ini, tingkat signifikansi yang digunakan adalah 5% atau 0.05 dengan keputusan yaitu apabila nilai probabilitas lebih kecil dari 0.05 maka asumsi normalitas terpenuhi.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas Tahun 2019 dan 2020

	2019	**2020**
J-B Probability	0.802323	0.159411

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Nilai probabilitas pada hasil pengujian normalitas pada tahun 2019 maupun 2020 lebih besar dari 0.05, sehingga nilai residual pada kedua tahun tersebut berdistribusi normal.

3). Uji Heteroskedastisitas

Pada penelitian ini, metode yang digunakan untuk melihat heteroskedastisitas adalah dengan cara uji ARCH. Apabila nilai probabilitas chi-square lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05 maka tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas Tahun 2019 dan 2020

	2019	**2020**
Prob. Chi-Square	0.6333	0.7149

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari pengujian diatas dapat dilihat bahwa nilai probabilitas chi-square pada tahun 2019 maupun 2020 lebih besar dari 0.05, sehingga tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada kedua tahun tersebut.

C. Analisis Regresi

Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda untuk melihat bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut ini adalah hasil analisis regresi pada masing-masing tahun yaitu tahun 2019 dan 2020.

Tahun 2019

Gambar 5. Hasil Regresi Tahun 2019

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 06/16/21 Time: 16:20
Sample: 1 36
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.312419	0.027629	11.30771	0.0000
RM_ABS	0.369895	0.116763	3.167905	0.0033
RM2	31.16486	1.276121	24.42155	0.0000

R-squared	0.950834	Mean dependent var	0.883173
Adjusted R-squared	0.947854	S.D. dependent var	0.384555
S.E. of regression	0.087815	Akaike info criterion	-1.947512
Sum squared resid	0.254479	Schwarz criterion	-1.815552
Log likelihood	38.05521	Hannan-Quinn criter.	-1.901454
F-statistic	319.0962	Durbin-Watson stat	2.052826
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari hasil regresi di atas maka dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y= 0.312419 + \gamma_1\ 0.369895 + \gamma_2\ 31.16486 + \varepsilon_t$$

Berdasarkan hasil diatas dapat diketahui bahwa variabel independen memiliki hubungan yang signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dapat dilihat bahwa nilai probabilitas RMabs (return market absolut) dan RM2 (return market kuadrat) adalah sebesar 0.0033 dan 0.0000 atau lebih kecil dari 0.05.

Sedangkan untuk melihat ada atau tidaknya perilaku herding dapat dilihat dari hubungan non-linier nilai koefisien γ_2 (RM2) yang apabila menunjukan nilai negatif signifikan, maka dapat dikatakan terjadi perilaku herding (Chang, et.al, 2000). Hasil regresi yang diperoleh pada tahun 2019 menunjukkan nilai koefisien γ_2 (RM2) sebesar 31.16486 yang positif signifikan. Hal ini menunjukkan tidak adanya indikasi perilaku Herding pada tahun 2019 atau saat market normal (sebelum pandemic COVID-19) di Indonesia tepatnya pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ-45.

Tahun 2020

Gambar 6. Hasil Regresi Tahun 2020

Dependent Variable: CSAD
Method: Least Squares
Date: 06/16/21 Time: 16:30
Sample: 1 36
Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.252734	0.021349	11.83834	0.0000
RM_ABS	-0.723876	0.124852	-5.797858	0.0000
RM2	25.58364	0.749451	34.13649	0.0000

R-squared	0.974606	Mean dependent var	0.732075
Adjusted R-squared	0.973067	S.D. dependent var	0.527136
S.E. of regression	0.086510	Akaike info criterion	-1.977469
Sum squared resid	0.246969	Schwarz criterion	-1.845509
Log likelihood	38.59444	Hannan-Quinn criter.	-1.931411
F-statistic	633.2633	Durbin-Watson stat	1.630361
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari hasil regresi di atas maka dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y= 0.252734 - \gamma_1\ 0.723876 + \gamma_2\ 25.58364 + \varepsilon_t$$

Berdasarkan hasil diatas dapat diketahui bahwa variabel independen memiliki hubungan yang signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dapat dilihat bahwa nilai probabilitas RMabs (return market absolut) dan RM2 (return market kuadrat) masing-masing adalah sebesar 0.0000 dan 0.0000 atau lebih kecil dari 0.05.

Sedangkan untuk melihat ada atau tidaknya perilaku herding dapat dilihat dari hubungan non-linier nilai koefisien γ_2 (RM2) yang apabila menunjukan nilai negatif signifikan, maka dapat dikatakan terjadi perilaku herding (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Hasil regresi yang diperoleh pada tahun 2020 menunjukkan nilai koefisien γ_2 (RM2) sebesar 25.58364 yang positif signifikan. Hal ini menunjukkan tidak adanya indikasi perilaku Herding pada tahun 2020 atau saat *market stress* (selama pandemic COVID-19) di Indonesia tepatnya pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ-45.

Hasil Uji Analisis Perilaku Herding Secara Periodic atau dari waktu ke waktu

Tahun 2019

Gambar 7. Hasil Regresi Tahun 2019 (Model REM)

Dependent Variable: CSAD
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 07/11/21 Time: 15:35
Sample: 1/03/2019 12/30/2019
Periods included: 143
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 1144
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000403	2.19E-05	18.38249	0.0000
RMABS	0.007231	0.003675	1.967563	0.0494
RM2	-0.034363	0.115092	-0.298567	0.7653

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.000414	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.011045	Mean dependent var	0.000454
Adjusted R-squared	0.009311	S.D. dependent var	0.000415
S.E. of regression	0.000413	Sum squared resid	0.000195
F-statistic	6.371539	Durbin-Watson stat	1.794571
Prob(F-statistic)	0.001771		

Unweighted Statistics

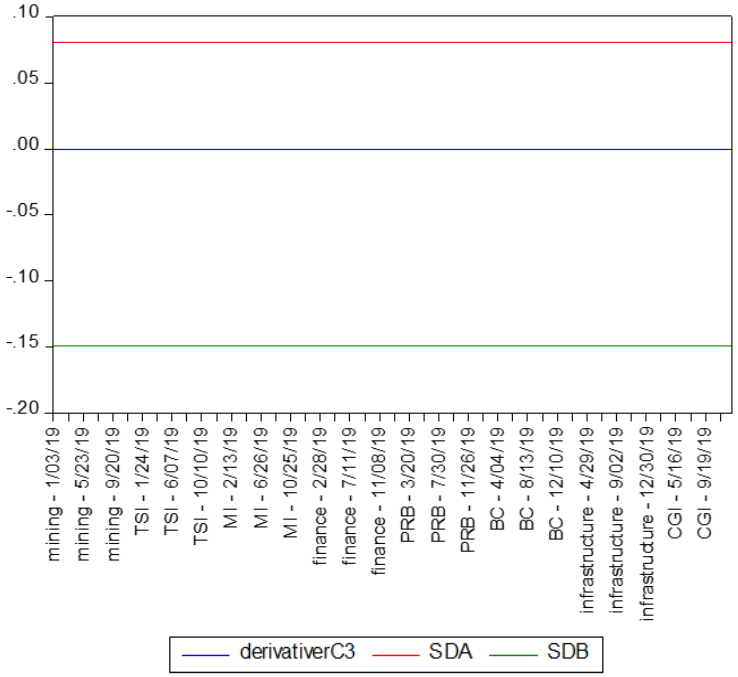
R-squared	0.011045	Mean dependent var	0.000454
Sum squared resid	0.000195	Durbin-Watson stat	1.794571

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Pada periode tahun 2019, model terbaik yang tepilih adalah Random Effects Model. Menurut Hasil regresi diatas, dapat dilihat nilai koefisien RM2 negatif namun probabilitasnya tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa apabila dilihat dari waktu ke waktu menggunakan data panel, terjadi perilaku herding pada tahun 2019 namun terjadinya tidak signifikan atau hanya pada beberapa waktu saja secara singkat, sehingga kesimpulannya pada tahun 2019 tidak terjadi perilaku herding tepatnya pada saham-saham LQ-45.

Selain itu, dapat dilihat juga perubahan koefisien dari derivative RM2 untuk menangkap perilaku herding secara periodic atau waktu ke waktu selama tahun 2019. Dapat dikatakan terjadi perilaku herding yaitu ketika derivative C3 (RM2) melewati batas SDA maupun SDB nya.

Gambar 8. Grafik Derivative, SDA dan SDB Tahun 2019 secara Periodic



Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari grafik tahun 2019 diatas, dapat dilihat bahwa derivative C3 (RM2) tidak melewati batas SDA dan SDB, sehingga tidak terjadi perilaku herding pada tahun 2019 secara periodic.

Tahun 2020

Gambar 9. Hasil Regresi Tahun 2020 (Model FEM)

Dependent Variable: CSAD
Method: Panel Least Squares
Date: 07/11/21 Time: 11:04
Sample: 1/03/2020 12/30/2020
Periods included: 126
Cross-sections included: 8
Total panel (unbalanced) observations: 1000

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000384	2.67E-05	14.38303	0.0000
RMABS	0.018129	0.002218	8.174151	0.0000
RM2	-0.010812	0.027917	-0.387297	0.6986

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.213426	Mean dependent var	0.000635
Adjusted R-squared	0.206275	S.D. dependent var	0.000562
S.E. of regression	0.000501	Akaike info criterion	-12.35066
Sum squared resid	0.000248	Schwarz criterion	-12.30158
Log likelihood	6185.330	Hannan-Quinn criter.	-12.33201
F-statistic	29.84692	Durbin-Watson stat	2.223238
Prob(F-statistic)	0.000000		

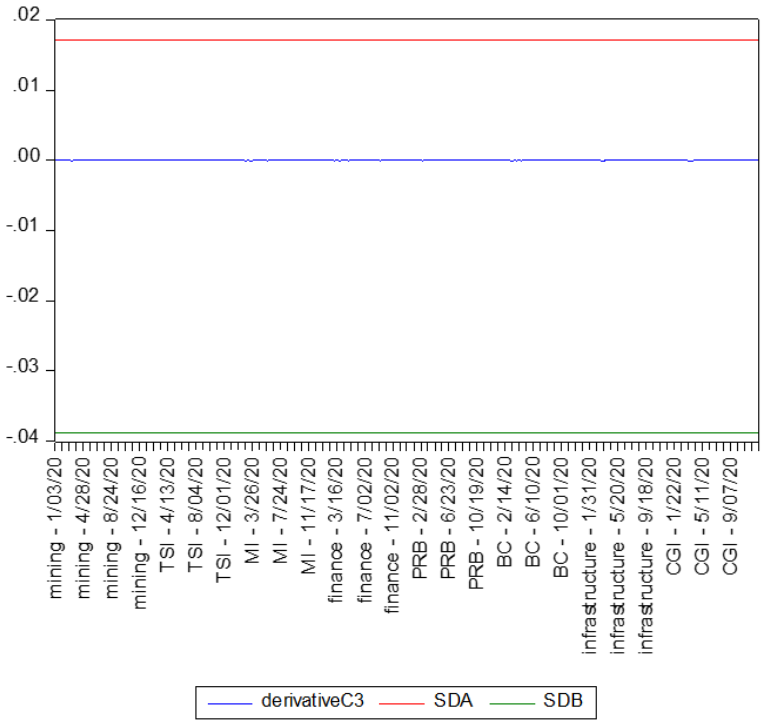
Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Pada periode tahun 2020, model terbaik yang tepilih adalah Fixed Effect Model. Menurut Hasil regresi diatas, dapat dilihat nilai koefisien RM2 negatif namun probabilitasnya tidak signifikan. Hal

ini menunjukkan bahwa apabila dilihat dari waktu ke waktu menggunakan data panel, terjadi perilaku herding pada tahun 2020 namun terjadinya tidak signifikan atau hanya pada beberapa waktu saja secara singkat, sehingga kesimpulannya pada tahun 2020 tidak terjadi perilaku herding tepatnya pada saham-saham LQ-45.

Selain itu, dapat dilihat juga perubahan koefisien dari derivative RM2 untuk menangkap perilaku herding secara periodic atau waktu ke waktu selama tahun 2019. Dapat dikatakan terjadi perilaku herding yaitu ketika derivative C3 (RM2) melewati batas SDA maupun SDB nya.

Gambar 10. Grafik Derivative, SDA dan SDB Tahun 2020 secara Periodic



Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari grafik tahun 2020 diatas, dapat dilihat bahwa derivative C3 (RM2) tidak melewati batas SDA dan SDB, sehingga tidak terjadi perilaku herding pada tahun 2020 secara periodic.

D. Pengujian Hipotesis

1). Uji Statistik T

Tabel 5. Uji Statistik T Tahun 2019 dan 2020

		Coefficient	Prob. T-statistic	Tanda	α	Keterangan
2019	Rmabs	0.369895	0.0033	<	0.05	signifikan
	Rm2	31.16486	0.0000	<	0.05	signifikan
2020	Rmabs	-0.723876	0.0000	<	0.05	signifikan
	Rm2	25.58364	0.0000	<	0.05	signifikan

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Uji ini untuk melihat bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial atau individual. Hasil regresi pada tahun 2019 maupun 2020 dapat dilihat bahwa nilai probabilitas return pasar kuadrat (RM2) sebesar 0.0000 atau kurang dari 0.05 yang menunjukkan bahwa return pasar kuadrat (RM2) secara individual mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai return dispersi ($CSAD$). Namun pengaruh tersebut tidak mengindikasikan terjadinya perilaku

herding, dikarenakan, nilai koefisien (RM2) menunjukkan nilai yang positif meskipun probablititasnya signifikan.

2). Uji Statistik F

Tabel 6. Uji Statistik F Tahun 2019 dan 2020

	Prob. F-statistic	Tanda	α	Keterangan
2019	0.000000	<	0.05	signifikan
2020	0.000000	<	0.05	signifikan

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Uji ini menunjukan seberapa besar pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Hasil regresi diatas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi pada Prob (F-statistic) pada tahun 2019 maupun 2020 yaitu sebesar 0.0000 atau kurang dari 0.05 yang menunjukkan bahwa return pasar absolut |Rm,t| dan return pasar kuadrat (RM2) secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai return dispersi ($CSADt$).

2). Uji Determinasi R^2

Tabel 7. Uji Determinasi R^2 Tahun 2019 dan 2020

	R-Squared
2019	0.950834
2020	0.974606

Sumber: Data diolah dengan software Eviews 2010

Dari hasil regresi yang dapat dilihat diatas bahwa pada tahun 2019 maupun 2020 hasil R-square masing-masing sebesar 0,950834 dan 0,974606 yang dimana variabel return pasar absolut dan return pasar kuadrat (RM2) menjelaskan CSAD sebesar 95,08% pada tahun 2019 dan 97.46% pada tahun 2020, dan sisanya dipengaruhi faktor lain (factor error).

Pembahasan

Dari hasil yang telah dianalisis sebelumnya, peneliti kemudian akan menganalisis pengaruh kondisi market normal tahun 2019 (sebelum pandemi COVID-19) maupun market stress tahun 2020 (selama pandemi COVID-19) terhadap perilaku herding khususnya pada saham-saham yang konsisten listed dalam indeks LQ-45 selama tahun 2019 maupun 2020.

***A.* Perilaku Herding pada saham LQ-45 Tahun 2019 (Kondisi Market Normal/Sebelum Pandemi COVID-19)**

Dalam penelitian ini, tahun 2019 dipilih untuk menggambarkan market normal atau sebelum pandemi COVID-19 di Indonesia. Dengan mengadaptasi model yang dikembangkan oleh (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) yaitu CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation) peneliti tidak menemukan indikasi perilaku herding secara rata-rata saat market normal, khususnya pada saham-saham yang konsisten listed dalam indeks LQ-45 tahun 2019. Hal ini dapat diketahui dari nilai koefisien non-linier antara return market kuadrat (RM2) dan CSAD yang positif signifikan atau bertolak belakang dengan pernyataan (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) yang menyatakan bahwa indikasi perilaku herding dapat dilihat dari hubungan non-linier antara return market kuadrat (RM2) dan CSAD yang negatif signifikan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini tidak ditemukan indikasi perilaku herding melalui metode yang sama dengan yang digunakan oleh (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

Penyebab perilaku herding menurut (Bikhchandani & Sharma, 2001) salah satunya adalah *informational cascades*, yaitu mengacu pada beberapa investor yang mengamati keputusan investor lain kemudian mengambil keputusan yang sama dengan mereka dan mengabaikan informasi pribadinya. Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa nilai koefisien non-linier antara return market kuadrat (RM2) dan CSAD yang positif signifikan menunjukkan bahwa investor bergerak secara independen satu sama lain. Selain itu, dalam kondisi market normal, investor akan memiliki waktu

yang cukup untuk mengumpulkan informasi yang memadai, berpikir rasional, menganalisis pasar dan membuat keputusan yang tepat sehingga tidak akan terjadi perilaku herding pada sampel (Mertzanis & Allam, 2018 dalam Rosy Dhall & Bhanwar Singh, 2020).

B. Perilaku Herding pada saham LQ-45 Tahun 2020 (Kondisi Market Stress/Selama Pandemi COVID-19)

Peluang perilaku herding untuk muncul lebih besar saat kondisi market stress, karena individu atau investor cenderung mengabaikan keyakinan pribadi mereka dan lebih mengikuti arah consensus pasar (Christie & Huang, 1995). Dalam penelitian ini, tahun 2020 dipilih untuk menggambarkan market stress atau selama pandemi COVID-19 di Indonesia. Dengan mengadaptasi model yang dikembangkan oleh (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) yaitu CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation) peneliti tidak menemukan indikasi perilaku herding secara rata-rata saat market stress, khususnya pada saham-saham yang konsisten listed dalam indeks LQ-45 tahun 2020. Hal ini dapat diketahui dari nilai koefisien non-linier antara return market kuadrat (RM2) dan CSAD yang positif signifikan atau bertolak belakang dengan pernyataan (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) yang menyatakan bahwa indikasi perilaku herding dapat dilihat dari hubungan non-linier antara return market kuadrat (RM2) dan CSAD yang negatif signifikan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini tidak ditemukan indikasi perilaku herding melalui metode yang sama dengan yang digunakan oleh (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Hubungan non-linier yang positif signifikan tersebut menunjukkan bahwa pada tingkat pergerakan harga yang tinggi, investor justru cenderung melawan arah atau bergerak lebih lambat dari consensus pasar.

Terjadinya volatilitas yang tinggi di tahun 2020 pada IHSG maupun indeks LQ-45 disebabkan oleh besarnya arus modal keluar (cash flow) bukan sekedar perilaku herding oleh investor. Hal itu dibuktikan dengan penurunan IHSG pada Maret 2020 namun rata-rata volume perdagangan mengalami kenaikan mencapai 7.163,21 juta saham dan rata-rata nilai perdagangannya mencapai Rp 7,91 triliun. Para analis menyebutkan bahwa kenaikan tersebut merupakan anomaly karena disebabkan oleh aksi penjualan investor asing akibat kerugian yg terjadi di pasar keuangan global akibat pandemic COVID-19.

Tabel 8. Daftar Transaksi oleh Investor Asing di Bursa Saham Indonesia Tahun 2020

bulan	volume (shares)	value (IDR)
januari	2,114	33,580
februari	-849	-4,757,021
maret	-3,493	-5,590,927
april	-7,561	-8,817,380
mei	4,257	8,030,513
juni	-5,142	-4,544,672
juli	-8,483	-3,851,799
agustus	-11,929	-8,505,415
september	-9,703	-15,589,073

Sumber: Publikasi Statistik BEI Tahun 2020 (data diolah)

Seperti yang dapat dilihat dalam tabel diatas bahwa pada bulan Maret tersebut, terjadi aksi jual bersih (net foreign sell) oleh investor asing dengan jumlah yang besar. Selain itu, pada maret 2020 menurut data dari PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) Investor Domestik mulai mendominasi bursa sebesar 58.38%. Hal tersebut memberikan pertanda bahwa investor asing mulai kehilangan kepercayaan saat pasar saham turun tajam, sehingga mereka melakukan *risk aversion* dengan menarik dananya dari Indonesia *(cash flow).* Jadi, analisis peristiwa diatas menunjukkan bahwa penurunan IHSG maupun indeks LQ-45 yang cukup besar (volatilitas yang tinggi) pada tahun 2020 disebabkan oleh besarnya arus modal keluar (cash flow), bukan sekedar perilaku herding oleh investor. Oleh karena itu, akan lebih sulit untuk menangkap perilaku herding di bursa saham Indonesia, khususnya pada tahun 2020 atau selama pandemic COVID-19 di Indonesia.

Tidak terindikasinya perilaku herding pada tahun 2020 atau selama pandemic COVID-19 di Indonesia tidak jauh dari peran pemerintah dan lembaga lainnya untuk melakukan strategi

pemulihan ekonomi yang telah dijalankan oleh OJK dan BEI, sehingga dapat menambah kepercayaan para investor, strategi tersebut diantaranya:

1. OJK mengeluarkan kebijakan buyback saham oleh emiten tanpa persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
2. Diberlakukan batasan auto rejection perdagangan di BEI.
3. Pelarangan transaksi short selling.
4. Kebijakan trading halt selama 30 menit apabila IHSG turun 5%.

Oleh karena itu, para investor dinilai tidak merasa khawatir yg berkepanjangan terhadap kondisi pasar saham Indonesia saat pandemic COVID-19. Sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Kizys, R., et al, 2021) yang menyatakan bahwa pembatasan short selling sementara yg diberlakukan oleh otoritas regulasi nasional dan supranasional Uni Eropa memberikan efek mitigasi pada herding.Selain itu, kepanikan investor Indonesia mulai mereda pada pertengahan tahun 2020 seiring datangnya berita uji klinis vaksin COVID-19 sehingga mereka percaya bahwa kondisi ekonomi global kedepannya akan kembali normal dan mereka melakukan keputusan investasi tidak berdasarkan konsensus pasar, melainkan dengan analisis fundamental dan teknikal.

C. Indeks LQ-45 Tidak Terindikasi Perilaku Herding Pada Periode Sebelum dan Selama Pandemic COVID-19 di Indonesia

Dalam penelitian ini, indeks saham LQ-45 dipilih sebagai sampel penelitian dikarenakan salah satu penyebab perilaku herding menurut (Chang, Cheng, & Khorana, 2000) yaitu investor lebih memilih saham yang better known dan likuid. Dalam Bursa Saham Indonesia, saham yang termasuk dalam kategori tersebut adalah saham yang tergabung dalam indeks LQ-45. Indeks LQ45 merupakan saham-saham yang diincar oleh banyak investor baik itu investor asing maupun investor domestik karena memiliki likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik. Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung argumen teoritis tersebut. Hal ini dikarenakan, pergerakan saham-saham LQ-45 tidak berdasarkan pergerakan harga pasar baik itu IHSG maupun indeks harga saham sektoral, melainkan sebaliknya, bahwa pergerakan harga pasar/sektoral justru digerakkan oleh saham-saham LQ-45, karena kapitalisasi saham-saham LQ-45 yang besar dan sebagian besar investor saham-saham LQ-45 merupakan investor tujuan jangka panjang yang tidak terpengaruh oleh consensus pasar. Oleh karena itu, dalam penelitian ini dengan menggunakan saham-saham LQ-45 sebagai return saham dan indeks harga saham sektoral sebagai return pasar, maka tidak dapat menjelaskan perilaku herding sesuai dengan indikasi yang dilakukan oleh Christie & Huang (1995) dan Chang, Cheng & Khorana (2000) yaitu perilaku herding dapat terjadi apabila return saham mengikuti arah consensus return pasar.

Selanjutnya, hasil penelitian menunjukkan bahwa tahun 2019 yang merupakan kondisi market normal (sebelum pandemic COVID-19) maupun tahun 2020 yang menunjukkan kondisi market stress (selama pandemic COVID-19) tidak mempengaruhi perilaku herding pada saham-saham LQ-45. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa investor Indonesia tepatnya pada saham LQ-45 berperilaku rasional selama periode penelitian yaitu tahun 2019 maupun 2020. Hal tersebut dikarenakan adanya kerjasama dan koordinasi OJK dan lembaga terkait lainnya untuk membangun dan menyediakan infrastruktur yang baik dan berkualitas, ditandai dengan semakin ekspansifnya saluran distribusi informasi pasar modal Indonesia dengan kehadiran 30 kantor perwakilan BEI, 500 galeri investasi BEI, 442 komunitas investor dan selama satu tahun terdapat 6.571 aktivitas edukasi yang telah dijalankan oleh BEI dengan peserta lebih dari 1 juta orang. Sehingga dapat mengembangkan kualitas informasi yg tersebar di pasar dan menciptakan investor yang berkualitas dalam melakukan keputusan investasinya dengan analisis yang tepat ditengah gejolak pasar, yang pada akhirnya dapat mengurangi dampak perilaku herding di pasar saham Indonesia.

E. PENUTUP

Kesimpulan

1) Kondisi market normal tahun 2019 (sebelum pandemic COVID-19) tidak mempengaruhi terjadinya perilaku herding pada saham-saham LQ-45. Hal ini dikarenakan dalam kondisi market normal, investor memiliki waktu yang cukup untuk mengumpulkan informasi, berpikir

rasional dalam membuat keputusan investasi mereka, sehingga tidak akan terjadi perilaku herding.

2) Kondisi market stress tahun 2020 (selama pandemic COVID-19) tidak mempengaruhi terjadinya perilaku herding pada saham-saham LQ-45. hal ini dikarenakan terjadinya volatilitas yang tinggi pada tahun 2020 pada IHSG maupun indeks LQ-45 disebabkan oleh besarnya arus modal keluar (cash flow) bukan sekedar perilaku herding oleh investor.

Saran

1) Diharapkan para investor untuk memperdalam analisis fundamental dan teknikal ketika melakukan keputusan investasi ditengah berbagai kondisi pasar.
2) Penelitian selanjutnya diharapkan mengungkap fenomena perilaku herding di Indonesia secara luas dan waktu pengamatan yang lebih panjang. Penelitian selanjutnya juga diharapkan agar dapat menganalisis perilaku herding berdasarkan tipe investornya dan tidak hanya berfokus pada satu negara saja.

UCAPAN TERIMAKASIH

Kami mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu sehingga artikel jurnal ini dapat terselesaikan. Ucapan terima kasih khusus kami sampaikan kepada Bapak David Kaluge, dosen Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, selaku dosen pembimbing sehingga memungkinkan artikel jurnal ini bisa diterbitkan.

DAFTAR PUSTAKA

Chang, C. L., McAleer, M., & Wang, Y. A. (2020). Herding behaviour in energy stock markets during the Global Financial Crisis, SARS, and ongoing COVID-19*. Renewable and Sustainable Energy Reviews, 134(September). https://doi.org/10.1016/j.rser.2020.110349

Chang, C. L., McAleer, M., & Wang, Y. A. (2020). Herding behaviour in energy stock markets during the Global Financial Crisis, SARS, and ongoing COVID-19*. Renewable and Sustainable Energy Reviews, 134(September). https://doi.org/10.1016/j.rser.2020.110349

Espinosa-Méndez, C., & Arias, J. (2021). COVID-19 effect on herding behaviour in European capital markets. Finance Research Letters, 38(September). https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101787

Dharmawan, A. (2015). Analisis dan pendeteksian perilaku herding di bursa saham ASEAN-5 periode Januari 2008 - Desember 2014. 2014, 1–88.

Wijaya, T., & Meirisa, F. (2020). Pengaruh Perilaku Herding dan Volatilitas IHSG terhadap Return Pasar di Bursa Efek Indonesia. Jurnal Inspirasi Bisnis Dan Manajemen, 3(2), 91. https://doi.org/10.33603/jibm.v3i2.2513

Wijayanto, H., Achsani, N. A., Ode, L., & Rahman, A. (2011). Pendeteksian Perilaku Herding Pada Pasar Saham Indonesia Dan Asia Pasifik (Detection of Herding Behavior on Indonesia and Asia Pacific Stock Market). Forum Statistika Dan Komputasi, 16(2), 16–23.

Fauziah, H. I., & Rusmita, S. A. (2020). Analisis Deskriptif Herding Pada Jakarta Islamic Index. Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan, 7(3), 576. https://doi.org/10.20473/vol7iss20203pp576-584

Tjahjono, N. A. (n.d.). ANALISIS PERILAKU HERDING PADA SAHAM BLUE CHIPS DAN NON-BLUE CHIPS DI BURSA EFEK INDONESIA.

Solihat, A. (2020). How Behavioral Finance During Pandemic COVID-19? Business Innovation and Entrepreneurship Journal, 2(2), 2020. Retrieved from http://ejournals.fkwu.uniga.ac.id/index.php/BIEJ/article/view/126

Ekonomi, J. I., Ekonomi, F., Bisnis, D. A. N., & Brawijaya, U. (2017). Deteksi dan identifikasi pembentuk perilaku herding pada indeks harga saham gabungan (ihsg) periode 2008 dan 2016 jurnal ilmiah.

Indonesia, U., Chandra, M., Ekonomi, F., Studi, P., Manajemen, M., & Keuangan, K. M. (2012). Pengukuran dan analisis perilaku herding pada saham IPO Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2011.

Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammadi, S. (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 27. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100326

Bulkley, G., & Harris, R. D. F. (1997). Irrational analysts' expectations as a cause of excess volatility in stock prices. Economic Journal, 107(441), 359–371. https://doi.org/10.1111/j.0013-0133.1997.163.x

Harsalim, N. (2015). Perilaku Investor: " Herding and Feedback Trading " Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012 - 2014. Calyptra: Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya, 4(2), 1–34.

Balcılar, M., Demirer, R., & Ulussever, T. (2017). Does speculation in the oil market drive investor herding in emerging stock markets? Energy Economics, 65, 50–63. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.04.031

Peltomäki, J., & Vähämaa, E. (2015). Investor attention to the Eurozone crisis and herding effects in national bank stock indexes. Finance Research Letters, 14, 111–116. https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.05.009

Blasco, N., Corredor, P., & Ferreruela, S. (2017). in the Spanish Stock Market. In Handbook of Investors' Behavior during Financial Crises. https://doi.org/10.1016/B978-0-12-811252-6/00009-8

Arjoon, V., Bhatnagar, C. S., & Ramlakhan, P. (2020). Herding in the Singapore stock Exchange. Journal of Economics and Business, 109(March 2019), 105889. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.105889

Chauhan, Y., Ahmad, N., Aggarwal, V., & Chandra, A. (2020). Herd behaviour and asset pricing in the Indian stock market; Herd behavior and asset pricing. IIMB Management Review, 32(2), 143–152. https://doi.org/10.1016/j.iimb.2019.10.008

Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. Journal of Banking and Finance, 34(8), 1911–1921. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.12.014

Chong, O., Bany- Ariffin, A. N., Matemilola, B. T., & McGowan, C. B. (2020). Can China's cross-sectional dispersion of stock returns influence the herding behaviour of traders in other local markets and China's trading partners? Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 65, 101168. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101168

Demirer, R., Kutan, A. M., & Chen, C. Da. (2010). Do investors herd in emerging stock markets?: Evidence from the Taiwanese market. Journal of Economic Behavior and Organization, 76(2), 283–295. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2010.06.013

Economou, F. (2017). During Different Crisis Periods. In Handbook of Investors' Behavior during Financial Crises. https://doi.org/10.1016/B978-0-12-811252-6/00017-7

Gong, P., & Dai, J. (2017). Monetary policy, exchange rate fluctuation, and herding behavior in the stock market. Journal of Business Research, 76, 34–43. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.018

Scharfstein, D. S., & Stein, J. S. (1988). Herd Behavior and Investment, 2062- 88.

Youssef, M., & Mokni, K. (2018). On the effect of herding behavior on dependence structure between stock markets: Evidence from GCC countries. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 20, 52–63. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2018.07.003

Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market? Financial Analysts Journal, 51(4), 31–37. https://doi.org/10.2469/faj.v51.n4.1918

Bursa Efek Indonesia. (2019). IDX Statistics 2019. Jakarta: Indonesia Stock Exchange

Bursa Efek Indonesia. (2020). IDX Statistics 2020. Jakarta: Indonesia Stock Exchange.

Bursa Efek Indonesia. (2019). Ringkasan Performa Perusahaan LQ-45 Tahun 2019.

Bursa Efek Indonesia. (2020). Ringkasan Performa Perusahaan LQ-45 Tahun 2020.

Yahoo Finance (yahoo.finance.com).

Laporan Publikasi Kebijakan Fiskal Kementerian Keuangan 2020.

PT Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2020). Unduh Kepemilikan Efek (Lokal-Asing)

Badan Pusat Statistik (2020). bps. Retrieved 10 22, 2020, from bps.go.id: https://www.bps.go.id/pressrelease/2020/08/05/1737/-ekonomi-indonesia-triwulan-ii-2020-turun-5-32-persen.html