

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal merupakan sebuah wadah atau media untuk kegiatan jual beli dana-dana jangka panjang, yang berkaitan dengan kegiatan investasi berjangka waktu lebih dari satu tahun (Widoatmodjo, 2015). Di dalam pasar modal, kita akan menemukan para pialang atau *broker* yang menghubungkan pihak yang memberikan dana yaitu investor, dan pihak yang memerlukan dana yang dimana diwakili oleh perusahaan yaitu emiten. Dengan adanya pasar modal, maka pihak yang menginvestasikan dana dapat memperoleh imbalan yaitu *return* dan pihak emiten atau perusahaan akan memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu dana operasional dari perusahaan (Pakpahan, Strategi Investasi di Pasar Modal, 2003).

Pasar modal memiliki peran penting dalam kegiatan perekonomian suatu negara. Telah kita ketahui, pasar modal adalah salah satu sumber dana alternatif bagi perusahaan-perusahaan, yang dimana perusahaan ini adalah suatu agen produksi yang secara nasional membentuk Produk Domesik Bruto. Sehingga, jika pasar modal berkembang secara positif

maka, nilai PDB akan meningkat pula, yang kemudian akan mendorong kemajuan ekonomi negara. (Widoatmodjo, 2015).

2.1.2 Perilaku Keuangan

Perilaku keuangan adalah studi tentang bagaimana psikologi dapat memengaruhi keputusan keuangan. Perilaku keuangan memiliki peran penting dalam penentuan dibidang keuangan, contohnya seperti pada: teori pertofolio, harga aset, keuangan perusahaan, dan harga opsi. Terkadang, praktisi dapat melakukan kesalahan tertentu dalam menentukan keputusan, beberapa kesalahan dapat sederhana tetapi juga dapat fatal. Perilaku keuangan dapat membantu praktisi dalam mengenali kesalahan mereka dan kesalahan orang lain. (Shefrin, 2002)

Menurut Shiller (1998), perilaku keuangan mencoba untuk menjelaskan bagaimana perilaku para investor di pasar, yang diambil dari teori perilaku investor dari ilmu sosial, dengan cara mencoba untuk memahami emosi dan kognitif eror yang dapat memengaruhi investor (Roopadarshini, 2014).

Perilaku keuangan memberikan penjelasan tentang keputusan ekonomi yang dilakukan masyarakat dengan menggabungkan perilaku dan teori psikologikal kognitif dengan ekonomi klasik dan keuangan. Asumsi

yang mendasari perilaku keuangan adalah struktur informasi dan karakteristik dari pelaku pasar yang secara sistematis akan memengaruhi keputusan investasi setiap individu serta kondisi pasar (Baker & Nofsinger, 2010).

2.1.3 Pengertian Perilaku *Herding*

Keynes (1936), untuk pertama kalinya membahas tentang “*animal spirit*” untuk menjelaskan *confidence* dan *naïve optimism* terhadap pasar saham. Manusia dikatakan sebagai *social animal* karena sebenarnya manusia juga memiliki naluri dasar dari hewan, yang dimana adalah naluri binatang yang selalu mengikuti kawanannya kemanapun mereka pergi (<https://schott.blogs.nytimes.com/2010/01/07/animal-spirits/> diakses 5 April 2020 23.25). Melalui teori tersebut, muncul istilah *herd*, yang artinya adalah kumpulan.

Herding didefinisikan sebagai fenomena dari individu yang memutuskan untuk mengikuti perilaku investor lainnya daripada memutuskan secara independen berdasarkan informasi pribadi yang dimiliki. Keynes (1930), menyatakan bahwa *herding* adalah respons terhadap ketidakpastian yang terjadi karena persepsi dari individu yang tidak memiliki pengetahuan yang cukup, sehingga individu tersebut

mengikuti kerumunan karena mereka berpikir bahwa dari kerumunan itu terdapat informasi yang lebih baik (Baddeley, 2010).

Investor dapat dikatakan melakukan perilaku *herding* ketika, investor yang awalnya akan melakukan kegiatan investasi tanpa mengetahui keputusan investasi dari investor lainnya, tetapi langsung tidak jadi melakukan kegiatan investasi ketika investor tersebut menemukan bahwa investor lainnya juga tidak melakukan kegiatan investasi yang awalnya ia akan lakukan. Dengan kata lain, investor melakukan *herding* ketika investor mengubah keputusan investasi yang awalnya ingin berinvestasi menjadi tidak melakukan kegiatan investasi, karena melihat investor lainnya mengubah keputusan investasinya (Bikchandani & Sharma, 2001).

2.1.3.1 Jenis Perilaku Herding

Terdapat dua jenis perilaku *herding*, yaitu yang dilakukan secara rasional dan irasional (Najmudin & Muharam, 2017).

a. Irasional

Menurut Christie dan Huang (1995), investor melakukan perilaku *herding* secara irasional ketika mereka tidak memerdulikan keyakinan mereka dan lebih mengikutin sentimen pasar, walaupun mereka sendiri tidak setuju dengan hasil estimasinya. Sedangkan menurut (Chang,

Cheng, & Khorana, 2000), perilaku *herding* menjadi irasional ketika investor mengabaikan kepercayaan mereka sebelumnya dan secara langsung meniru keputusan investor lain. Perilaku irasional lainnya juga dapat terjadi ketika investor panik saat terjadi penurunan harga pasar secara tiba-tiba, dan mereka memilih untuk menjual saham mereka untuk mengurangi kerugian. Hal ini menandakan bahwa investor mengabaikan informasi yang diperoleh demi mengikuti tren pasar saat ini, sehingga dapat dikatakan tindakan investor ini tidak rasional (Ohlson, 2010).

b. Rasional

Berdasarkan perspektif rasional, perilaku *herding* terjadi karena adanya manajer yang berkemampuan rendah mengikuti tindakan manajer investasi yang lebih senior, sehingga mereka mengabaikan informasi dan pengetahuan pribadi karena mereka percaya jika manajer seniornya lebih baik dalam menyerap informasi. Dengan demikian, para manajer berkemampuan rendah dapat mempertahankan reputasi modal mereka di pasar (Devenow & Welch, 1996).

2.1.3.2 Penyebab Perilaku *Herding*

Ada empat alasan penyebab para investor melakukan perilaku *herding* di pasar keuangan, diantaranya adalah (Gutierrez & Kelley, 2009).

- a. Mereka memiliki informasi yang sama. Para investor yang berada di pasar *emerging market* biasanya memiliki informasi mikro yang terbatas, dan cenderung lebih fokus pada informasi makro.
- b. Menyukai atau lebih memilih saham-saham yang memiliki karakteristik *prudent*, *liquid*, dan saham yang *better-known*
- c. Manajer investasi yang memiliki kemampuan rendah cenderung untuk mengikuti perilaku manajer investasi yang lebih handal. Adanya kategori manajer investasi, yaitu "*high skilled*" dan "*low skilled*". Manajer dengan kategori "*low skilled*" biasanya mengikuti arahan atau keputusan dari manajer "*high skilled*".
- d. Manajer investasi mengikuti valuasi harga saham dari para manajer investasi lainnya, karena adanya tekanan *peer pressure* antar manajer keuangan.

Selain itu, menurut Economout *et al* (2011), terdapat penyebab terjadinya perilaku *herding* yang terjadi di negara berkembang. Pertama, karena lemahnya sistem keuangan dan regulasi keuangan negara. Kedua, pasar modal didominasi oleh investor institusi dan investor ritel yang tidak kompeten. Ketiga, adanya ketergantungan terhadap kondisi pasar internasional.

2.1.3.3 Akibat Perilaku *Herding*

Keputusan investasi yang dilakukan para investor institusi dengan arah yang sama, akan berdampak pada harga saham yang berbeda. Jika investor institusi yang *sophisticated* dan mempunyai informasi yang cukup, maka *herding* akan menggerakkan harga saham ke arah *intrinsic value*, yaitu nilai asli dari saham tersebut. Di sisi lain, jika *herding* didasarkan pada karakteristik preferensi atau reputasi manajerial maka, investor institusi dapat menggerakkan harga saham menjauhi *intrinsic value* (Gutierrez & Kelley, 2009).

2.1.4 *Stock Traders*

Stock traders adalah orang-orang yang memperdagangkan sekuritas ekuitas. Tujuan utama mereka adalah membeli dan menjual saham di perusahaan yang berbeda dan mencoba untuk mengambil keuntungan melalui keuntungan jangka pendek dari fluktuasi harga saham untuk keperluan pribadi atau klien mereka (Chen, 2020). Berikut adalah kategori tipe *trader*:

a. *Informed Traders*

Informed trader merupakan *trader* yang melakukan analisis fundamental dan teknikal untuk menentukan keputusan investasi (Chen, 2020). Mereka secara signifikan dapat memengaruhi harga pasar dan transaksi pada bursa saham sehingga menjadi salah satu

masalah penting yang dipertimbangkan dalam struktur mikro (Kaniel & Liu, 2006).

b. *Uninformed Traders*

Uninformed traders mengambil pendekatan yang berlawanan dengan *informed traders* dan sering disebut juga dengan *noise traders*. Mereka tidak menentukan keputusan investasi berdasarkan analisis fundamental, tapi berdasarkan kejadian di pasar pada saat itu juga atau berdasarkan volatilitas dan mencoba untuk memanfaatkannya dengan keuntungan finansial (Chen, 2020). Perilaku *noise trading* ini disebabkan oleh adanya ketidakpercayaan diri terhadap kemampuan analisis yang dimiliki sehingga lebih memercayai dan mengikuti keputusan yang ada di pasar atau investor lain, hal ini dapat menyebabkan investor berada pada tingkat risiko yang tinggi (Utami, 2015).

Kurangnya informasi yang dialami oleh *uninformed traders* dapat menyebabkan mereka mengikuti investor lain yang memiliki informasi lebih lengkap, sehingga mereka menganggap *informed traders* sebagai *leading indicator* dalam membuat keputusan investasi.

2.1.5 Teori *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Menurut Fama (1970), pengertian dari pasar efisien adalah keadaan dimana harga mencerminkan semua informasi yang tersedia. Bentuk pasar efisien dibagi menjadi tiga tingkatan, sebagai berikut (Yalçın, 2010).

a. Efisiensi dalam bentuk lemah (*weak form*)

Pada pasar efisiensi bentuk lemah menandakan bahwa harga saham saat ini tercerminkan oleh semua data pasar historis di masa lalu, sehingga informasi harga di masa lalu dapat digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa depan (Bodie, Kane, & Marcus, 2007). Karena investor tidak dapat memperoleh keuntungan lebih hanya dengan memeriksa informasi harga historis, maka dibutuhkan analisis teknikal untuk melakukan keputusan investasi agar mendapatkan keuntungan lebih (Yalçın, *Market Rationality: Efficient Market Hypothesis versus Market Anomalie*, 2010).

b. Efisiensi dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong form*)

Pada pasar efisiensi bentuk setengah kuat menandakan bahwa harga saham saat ini tidak hanya tercerminkan oleh data harga saham dan perdagangan di masa lalu, tetapi juga berdasarkan oleh informasi yang tersedia untuk umum. Informasinya dapat berupa data pendapatan, dividen, *stock split*, dan informasi mengenai keadaan perusahaan (Bodie, Kane, & Marcus, 2007).

c. Efisiensi dalam bentuk kuat (*strong form*)

Pada pasar efisiensi bentuk kuat menyatakan bahwa harga pasar saat ini mencerminkan semua informasi yang ada dimasa lalu dan semua informasi yang tersedia untuk umum serta informasi yang tidak dipublikasikan. Tidak ada analisis teknis dan/ atau fundamental yang dapat menciptakan *abnormal return*, karena harga pasar yang mencerminkan semua informasi public maupun non-publik (Bodie, Kane, & Marcus, 2007).

2.1.6 Indeks LQ45

Indeks LQ45 merupakan salah satu indeks Bursa Efek Indonesia yang terdiri dari 45 emiten dengan likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik (BEI). Indeks LQ45 bertujuan sebagai sarana yang obyektif dan terpercaya bagi investor, manajer investasi, dan pemerhati pasar modal untuk memantau pergerakan harga dari saham yang aktif diperdagangkan (May, 2016). Indeks ini diluncurkan pada tahun 1997. Emiten yang terdaftar pada indeks LQ45 dipilih berdasarkan 80 saham dari indeks IDX80 yang kemudian difokuskan pada 45 saham saja sehingga terbentuk indeks LQ45 dengan kriteria likuiditas dan fundamental. Dari sisi likuiditas, yang diperhitungkan adalah nilai transaksi, frekuensi transaksi, jumlah hari transaksi di pasar reguler, dan kapitalisasi pasar. Sedangkan untuk

fundamental adalah kinerja keuangan perusahaan (BEI). Setiap tiga (3) bulan sekali, Bursa Efek Indonesia melakukan evaluasi atas pergerakan saham yang terjadi, dan pergantian saham dilakukan setiap enam (6) bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus (BEI).

2.1.7 Teori *Capital Assets Pricing Model* (CAPM)

Sebagian besar penelitian yang dilakukan untuk mendeteksi adanya perilaku *herding* di pasar modal, dianalisis menggunakan model yang diciptakan oleh Christie dan Huang (1995) dan Chang et al. (2000). Model yang diciptakan itu adalah *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Melalui perilaku *herding*, para investor cenderung menyamakan keyakinan rasional mereka dalam membuat keputusan investasi di pasar. Dengan demikian, nilai dari *return* saham hampir sama, bahkan dapat melebihi dari nilai *return* pasar. Jika perilaku *herding* dibedakan menggunakan model *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), maka akan mengarah pada hipotesis yang menguji perbedaan antara *return* saham dan *return* pasar (Ramadan, 2015). *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan model yang menjelaskan tentang hubungan antara tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*) dari suatu aset dan risiko dari aset tersebut. Beta (β) adalah pengukur volatilitas *return* sekuritas atau portofolio terhadap *return* pasar (Hidayati, Suhadak, & Sudjana, 2014). Beta dari suatu saham tertentu akan bergantung pada pergerakan harga saham, yaitu indeks harga saham gabungan (Sumendap, 2018). Pengukuran Beta dapat

dilakukan dengan menggunakan *Single Index Model*, yang menjelaskan bahwa *return* saham berkorelasi dengan pergerakan *return* pasar (Husnan, 2001).

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_i(r_{m,t} - r_{f,t})$$

Keterangan:

$r_{i,t}$: *return* saham pada periode t

β_i : tingkat sensitivitas *return* saham ke-I terhadap pergerakan *return* pasar

$r_{m,t}$: *return* pasar pada periode t

$r_{f,t}$: aset bebas risiko

Berdasarkan persamaan regresi di atas, diketahui bahwa hubungan antara *return* saham dan *return* pasar adalah linear, dan dalam konsep investasi hubungan tingkat risiko dengan *return* adalah positif. Karena beta adalah metode yang digunakan untuk mengukur tingkat risiko dari suatu aset, maka hubungan antara *return* saham dan *return* pasar adalah linear dan positif. CAPM digunakan untuk memprediksi hubungan linear antara risiko, sensitivitas aset, dan *return* pasar (Putra, Rizkianto, &

Chalid, 2017). Adanya perbedaan sensitivitas pada setiap aset, model *Rational Asset Pricing Model* ini memprediksi bahwa nilai dispersi antara *return* saham dengan *return* pasar (CSAD) memiliki hubungan positif dan linear dengan *return* pasar, sehingga ketika terjadi peningkatan nilai absolut *return* pasar, nilai CSAD akan meningkat secara linear (Putra, Rizkianto, & Chalid, 2017). Teori CAPM ini digunakan untuk menetapkan adanya hubungan linear antara CSAD dan *return* pasar (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

Chang *et al* (2000) kemudian menggunakan hubungan antara *return* pasar dan *return* saham untuk mendeteksi *herding* dengan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Dengan melakukan modifikasi Chang, Cheng, dan Khorana menjabarkan analisa Christy dan Huang (1995), dalam mengukur *herding* dengan metode CSAD. Metode CSAD menggunakan dua parameter *return* pasar. Chang *et al* (2000) mengatakan jika para investor mengikuti sentiment pasar, maka *return* saham individual akan berkelompok di sekitar *return* pasar, sehingga menyebabkan nilai deviasi antara *return* saham dengan *return* pasar kecil. Persamaan untuk mengukur nilai dispersi (CSAD) antara *return* saham dengan *return* pasar adalah sebagai berikut (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

$$CSAD_{i,t} = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

α : variabel *intersept*

γ_1 : koefisien linear antara CSAD dan *return* pasar

γ_2 : koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar

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

$\varepsilon_{i,t}$: *standard error*

Dalam *rational asset pricing models*, hubungan antara tingkat dispersi *return* saham dengan *return* pasar adalah linear dan positif. Variabel *return* pasar dimodifikasi menjadi *return* pasar absolut ($|R_{mt}|$), dengan menggunakan variabel tersebut membuktikan bahwa hubungan *return* pasar dan nilai CSAD adalah linear dan positif. Sedangkan perilaku *herding* terjadi karena ada pergerakan harga (volatilitas) tinggi, sehingga pada masa tersebut pelaku pasar lebih memilih untuk mengikuti sentiment pasar. Maka, ditambahkan variabel *return* pasar kuadrat (R_{mt}^2) untuk menggambarkan terjadinya volatilitas harga tersebut. Sehingga, hubungan yang awalnya linear menjadi non-linear antara nilai dispersi (CSAD) dan *return* pasar (R_{mt}^2), menjadi indikasi adanya perilaku *herding* pada bursa saham (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

2.2 Metode Pendeteksian Perilaku *Herding*

Perilaku *herding* telah dipelajari dengan menggunakan berbagai pendekatan, salah satunya adalah “*market wide herd behavior*” (Caporale, Economou, & Philippas, 2008). Pendekatan ini berfokus pada seluruh populasi saham yang ada di bursa saham, sehingga menggunakan sampel dalam jumlah besar. Jika terdapat indikasi perilaku *herding* pada suatu bursa saham, maka nilai *return* masing-masing saham individual akan berkerumun (*clustered*) di sekitar nilai *return* pasar (Ohlson, 2010). Hal ini menandakan bahwa para investor mengabaikan pendapat pribadi dan lebih memilih untuk mengikuti konsensus pasar (Ohlson, 2010).

Dalam mendeteksi adanya indikasi *herding* pada bursa saham, terdapat dua metode yang sering digunakan, yaitu *Cross-Sectional Standard Deviation* (CSSD) oleh Christie dan Huang (1995) dan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) oleh Chang, Cheng, dan Khorana (2000). Penelitian ini menggunakan metode CSAD karena dapat mendeteksi adanya perilaku *herding* pada beberapa kondisi pasar secara keseluruhan, yang sesuai dengan kebutuhan penelitian.

2.2.1 Metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD)

Menurut Christie dan Huang (1995), pengukuran paling tepat untuk mendeteksi *herding* adalah dengan mengukur nilai dispersi antara

return saham dengan *return* pasar, yang artinya seberapa dekat perbedaan nilai *return* saham individual dengan *return* pasar. Bursa saham dikatakan terindikasi perilaku *herding* jika pergerakan *return* saham bergerak searah dengan *return* pasar, sehingga menyebabkan nilai dispersi menjadi nol (0) (Ohlson, 2010).

Nilai dispersi dapat dihitung dengan menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), metode ini dinilai dapat mengukur dispersi antara *return* saham dengan *return* pasar secara akurat (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Chang, Cheng, dan Khorana menjabarkan analisa Christy dan Huang (1995), dalam mengukur *herding* dengan metode CSAD, digunakan dasar *return* saham dan menggunakan metode regresi non-linear untuk menganalisis hubungan antara rata-rata nilai dispersi dengan rata-rata *return* pasar.

Metode CSAD menggunakan dua parameter *return* pasar. Chang et al (2000) mengatakan jika para investor mengikuti sentiment pasar, maka *return* saham individual akan berkelompok di sekitar *return* pasar, sehingga menyebabkan nilai deviasi antara *return* saham dengan *return* pasar kecil. Persamaan untuk mengukur nilai dispersi (CSAD) antara *return* saham dengan *return* pasar adalah sebagai berikut (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

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

Keterangan:

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

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

N : jumlah perusahaan dalam sampel

Ketika terjadi pergerakan (volatilitas) harga yang tinggi, Chang, et al (2000) menjelaskan bahwa para pelaku pasar cenderung mengikuti sentimen pasar daripada melakukan analisis secara individu saat mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, ketika para pelaku pasar mengikuti sentimen pasar saat terjadi pergerakan (volatilitas) harga yang tinggi, maka nilai deviasi *return* saham tidak menyimpang jauh dari *return* pasar, sehingga menyebabkan nilai dispersi (CSAD) menjadi kecil.

Perilaku *herding* tidak hanya ditunjukkan oleh penurunan nilai dispersi (CSAD), tetapi juga adanya hubungan non-linear dari nilai dispersi (CSAD) dengan *return* pasar. CSAD bukanlah metode yang digunakan untuk mendeteksi *herding*, melainkan hubungan antara CSAD

dan *return* pasar yang digunakan untuk mendeteksi *herding* (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Analisis regresi hubungan antara CSAD dan *return* pasar diukur dengan persamaan kuadrat sebagai berikut.

$$CSAD_{i,t} = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

α : variabel *intersept*

γ_1 : koefisien linear antara CSAD dan *return* pasar

γ_2 : koefisien non-linear antara CSAD dan *return* pasar

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

$\varepsilon_{i,t}$: *standard error*

Dalam *rational asset pricing models*, hubungan antara tingkat dispersi *return* saham dengan *return* pasar adalah linear dan positif, maka pergerakan nilai dispersi (CSAD) akan searah dengan *return* pasar ($R_{m,t}$) (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Penggunaan variabel *return* pasar absolut ($|R_{m,t}|$) untuk membuktikan koefisien linear dan menggambarkan *return* pasar dalam kondisi normal. Maka sesuai dengan *rational asset pricing models*, pergerakan nilai dispersi (CSAD) searah dengan

pergerakan nilai *return* pasar absolut ($|R_{mt}|$) (Chang, Cheng, & Khorana, 2000). Penggunaan variabel *return* pasar kuadrat (R_{mt}^2) untuk menggambarkan kondisi saat terjadi pergerakan harga yang tinggi (volatilitas) dan untuk menunjukkan hubungan non-linear ketika terjadi volatilitas. Jika para investor cenderung untuk melakukan *herding* selama periode pergerakan harga yang tinggi, akan terjadi kenaikan (ataupun penurunan) dalam ukuran CSAD, sehingga menyebabkan hubungan yang awalnya linear menjadi non-linear, antara nilai dispersi (CSAD) dan *return* pasar (R_{mt}^2). Hubungan non-linear ini akan berhubungan pada nilai koefisien R_{mt}^2 yang negatif signifikan ($\gamma_2 < 0$) secara statistik. Sehingga, untuk mendeteksi perilaku *herding* di suatu bursa saham, terdapat indikasi koefisien γ_2 negatif dan signifikan pada persamaan regresi hubungan antara CSAD dan *return* pasar, yang menandakan bahwa ketika nilai dispersi (CSAD) menurun maka nilai *return* pasar akan meningkat (Chang, Cheng, & Khorana, 2000).

2.3 Penelitian Terdahulu

a. Hana Sedy Noviliya dan Prasetiono (2017)

Penelitian tersebut bertujuan untuk mendeteksi apakah terdapat perilaku *herding* oleh investor di pasar negara berkembang (Indonesia dan Cina) dan pasar negara maju (Singapura dan Jepang), dengan melihat hubungan antara *Cross-Sectional Absolute Deviation*

(CSAD) dan *return* pasar. Penelitian dilakukan menggunakan analisis regresi kuantil karena pendeteksian perilaku *herding* dilakukan pada kondisi pasar berbeda yaitu *market stress*, normal, dan *high return*. Hasil penelitian adalah *herding* behavior terdeteksi pada bursa saham emerging market (Indonesia dan China) ketika kondisi bursa saham sedang *high return* dan tidak terdeteksi pada bursa saham developed market (Singapura dan Jepang).

b. Imad Zeyad Ramadan (2015)

Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji apakah terdapat perilaku *herding* di Bursa Efek Amman (ASE), dengan menggunakan data penutupan harian untuk sampel perusahaan dan pasar selama periode 2000 sampai dengan 2014. Penelitian tersebut menggunakan pendekatan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan non-linear antara CSAD dan *return* pasar adalah negatif sehingga nilai dispersi CSAD mengalami penurunan dan *return* pasar mengalami peningkatan. Hal ini menandakan bahwa selama periode penelitian, investor meniru kinerja pasar tanpa memperhatikan karakteristik saham.

c. Mustapha Chaffai dan Imed Medhioub (2017)

Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji adanya perilaku *herding* di pasar saham Islamic Gulf Cooperation Council (GCC) dengan menggunakan data penutupan harian sampel perusahaan dan pasar selama periode 2010 sampai dengan 2016. Metode yang digunakan pada penelitian tersebut adalah *Generalized Auto Regressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH)* dan regresi kuantil. Hasil penelitian adalah terbukti adanya perilaku *herding* pada pasar saham GC, yaitu dengan didapati hasil regresi negatif signifikan ketika pasar mengalami *high return*.

d. Taofan Ramadhan dan Mohammad Kholiq Mahfud (2016)

Penelitian tersebut bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perilaku *herding* terjadi di pasar negara berkembang yaitu Indonesia dan pasar negara maju yaitu Singapura, dengan melihat hubungan antara *Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD)* dan *return* pasar kemudian dianalisis menggunakan regresi kuantil. Hasil penelitian tersebut menunjukkan tidak ada indikasi perilaku *herding* di kedua pasar saham, artinya investor cenderung berperilaku rasional dalam membuat keputusan investasi.

e. Gunawan, Hari Wijayanto, Noer Azam Achsani, La Ode Abdul Rahman (2011)

Penelitian tersebut bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia dan Asia Pasifik, dengan melihat hubungan antara nilai dispersi *return* saham (CSAD) dan *return* pasar dan dianalisis menggunakan regresi kuantil. Hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut adalah, terjadi perilaku *herding* pada kedua pasar saham saat keadaan pasar *market stress*.

f. Aditya Andika Putra, Eko Rizkianto, Dony Abdul Chalid (2017)

Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji adanya perilaku *herding* di pasar saham Indonesia dan Singapura, dengan menggunakan data penutupan harian saham dan pasar lalu menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) untuk menghitung nilai dispersi antara *return* saham dan *return* pasar. Dengan menggunakan analisis regresi kuantil, penelitian tersebut menemukan bukti perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia dan Singapura.

Tabel 2. 1
Penelitian Terdahulu

Nama	Judul	Variabel	Metode	Hasil
Peneliti	Penelitian		Analisis	

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil
Hana	Analisis	a. Independen:	a. <i>Cross-</i>	Hasil
Sendy	Pendeteksian	<i>return</i> pasar	<i>Sectional</i>	penelitian
Noviliya,	<i>Herding</i>	absolut dan	<i>Absolute</i>	adalah
Prasetiono	<i>Behavior</i>	<i>return</i> pasar	<i>Deviation</i>	<i>herding</i>
	pada bursa	kuadrat	(CSAD)	<i>behavior</i>
	saham	b. Dependen:	b. Regresi	terdeteksi
	<i>Emerging</i>	nilai dispersi	Kuantil	pada bursa
	dan	(penyebaran)		saham
	<i>Developed</i>	CSAD		<i>emerging</i>
	<i>Market Asia</i>			<i>market</i>
	(Negara			(Indonesia dan
	Indonesia,			China) ketika
	China,			kondisi bursa
	Singapura,			saham sedang
	dan Jepang)			<i>high return</i>
	Tahun 2012-			dan tidak
	2016			terdeteksi
				pada bursa
				saham
				<i>developed</i>

Nama	Judul	Variabel	Metode	Hasil
Peneliti	Penelitian		Analisis	
				<i>market</i>
				(Singapura dan Jepang).
Imad Zeyad Ramadan	<i>Cross-Sectional Absolute Deviation Approach for Testing the Herd Behavior Theory: The Case of the ASE Index</i>	a. Independen: <i>Return pasar</i> b. Dependen: nilai dispersi (CSAD)	<i>Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD)</i>	Hasil penelitian adalah tidak ada <i>herding behavior</i> pada Bursa Efek Amaan, karena terlihat pada hasil analisis bahwa para investor mengikuti kinerja pasar tanpa tertarik pada <i>return</i> dan risiko

Nama	Judul	Variabel	Metode	Hasil
Peneliti	Penelitian		Analisis	
				pada saham properti.
Mustapha Chaffai, Imed Medhioub	<i>Herding Behavior in Islamic GCC Stock Market: a Daily Analysis</i>	<i>Return</i> saham dan <i>return</i> pasar	a. <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) b. Model GARCH c. Metode least square d. Regresi kuantil	Hasil dari penelitian ini adalah terdapat perilaku <i>herding</i> pada Pasar Modal GCC, karena nilai koefisien <i>return</i> pasar kuadrat signifikan secara statistic dan negatif. Selain itu, dideteksi juga terjadi

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil
				perilaku <i>herding</i> selama keadaan pasar sedang <i>high return</i> .
Taofan Ramadhan, Mohammad Kholiq Mahfud	Deteksi Peilaku <i>Herding</i> pada Pasar Saham Indonesia & Singapura tahun 2011-2015	a. Tingkat penyebaran imbal hasil portfolio pasar Indonesia dan Singapura b. Tingkat penyebaran imbal hasil CSAD	a. <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) b. Regresi kuantil	Hasil dari penelitian adalah tidak terdeteksinya <i>herding</i> di pasar saham Indonesia dalam kondisi pasar dalam kondisi <i>market stress</i> , normal, dan <i>high return</i> .

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil
				Selain itu, juga tidak ada indikasi perilaku <i>herding</i> pada pasar saham Singapura pada kondisi pasar <i>market stress</i> , normal, dan <i>high return</i> .
Gunawan, Hari	Pendeteksian Perilaku	a. <i>Return</i> saham pada	a. <i>Kalman Filter</i> dan	Hasil dari penelitian adalah terjadi
Wijayanto, Noer Azam	<i>Herding</i> pada Pasar Saham	Pasar Modal di Indonesia (LQ45) dan	<i>Kalman Smoother</i>	indikasi perilaku
Achsani, La Ode Abdul Rahman	Indonesia dan Asia	Asia Pasifik b. <i>Return</i> pasar	b. <i>Cross-Sectional</i>	<i>herding</i> pada kondisi

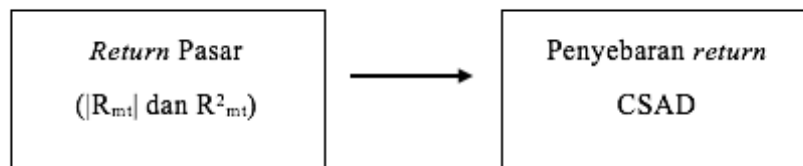
Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Metode Analisis	Hasil
	Pasifik	saham Indonesia dan Asia Pasifik	<i>Absolute Deviation</i> (CSAD) c. Regresi kuantil	<i>market stress</i> pada kedua pasar saham Indonesia dan Asia Pasifik.
Aditya Andika Putra, Eko Rizkianto, Dony Abdul Chalid	The Analysis of Herding Behavior in Indonesia and Singapore Stock Market	a. Dependen: hasil perhitungan CSAD Indonesia dan Singapura b. Independen: <i>return</i> absolut pasar dan <i>return</i> kuadrat pasar Indonesia	a. <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) b. Regresi kuantil	Hasil dari penelitian ini adalah terdapat bukti perilaku <i>herding</i> pada pasar saham Indonesia dan Singapura selama periode 1996 sampai 2015, dan secara keseluruhan

Nama	Judul	Variabel	Metode	Hasil
Peneliti	Penelitian		Analisis	
		dan Singapura		pasar saham Indonesia sebagai negara berkembang memiliki perilaku <i>herding</i> lebih kuat dibandikngkan pasar saham Singapura sebagai negara maju.

Sumber: Jurnal-jurnal referensi

2.4 Kerangka Literatur

Gambar 2. 1 Kerangka Literatur



Sumber: Jurnal Referensi

2.5 Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini ingin menganalisis apakah terdapat indikasi perilaku *herding* pada saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ45 selama periode 2015-2019, dengan menggunakan metode CSAD. Maka hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ho: tidak terdapat indikasi perilaku *herding* pada bursa saham Indonesia tahun 2015-2019

Ha: terdapat indikasi perilaku *herding* pada bursa saham Indonesia tahun 2015-2019