

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pengertian *Behavioral Finance*

Menurut Ricciardi dan Simon (2000:2) *Behavioral Finance* mencoba untuk menjelaskan peningkatan pemahaman tentang pola dari alasan investor termasuk aspek emosional dan derajat aspek tersebut dalam mempengaruhi proses pengambilan keputusan. *Behavioral Finance* mencoba untuk mencari jawaban atas Apa (*What*), Mengapa (*Why*), dan Bagaimana (*How*) keuangan dan investasi dari sudut pandang manusia.

Behavioral Finance tidak mencoba untuk menjelaskan perilaku rasional atau pembuatan keputusan seperti bias, tetapi untuk memahami dan memprediksi implikasi sistematis pasar keuangan pada proses psikologi (Olsen, 1998:11). Dapat disimpulkan bahwa *behavioral finance* merupakan ilmu yang mempelajari bagaimana manusia mengambil tindakan pada proses pengambilan keputusan investasi sebagai respon dari informasi yang telah diperoleh. Ricciardi dan Simon (2000) membagi tiga kelompok individu yang memiliki kepentingan dalam *behavioral finance*, yaitu :

1. Individual, yang terdiri dari *small investor*, *portfolio manager*, dan *pension board*.
2. Kelompok, yang terdiri dari investor dan reksadana (*portfolio*)

3. Organisasi, sebagai contoh institusi finansial

2.1.1 *Cognitive Illusions* dalam *Behavioral Finance*

Thaversky dan Kahneman (1974) menjelaskan bahwa terdapat 3 faktor pada perilaku manusia yang bertentangan dengan asumsi yang mendasari model ekonomi klasik dalam pengambilan keputusan. Fenomena ini disebut sebagai “*cognitive illusions*” karena terkait dengan persepsi yang sering kali menimbulkan *error* atau kesalahan persepsi.

a. *Risk attitudes*

Investor lebih memilih sebuah investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang pasti dibandingkan dengan investasi yang tidak pasti tingkat pengembaliannya. Terdapat hubungan yang positif antara tingkat resiko dengan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor, semakin tinggi resiko yang ditanggung semakin tinggi pula *return* yang akan didapatkan oleh investor.

b. *Mental accounting*

Mental accounting menunjuk pada kecenderungan investor untuk mengelompokkan keuangan pada rekening yang berbeda dan didasarkan pada kriteria-kriteria yang subjektif, seperti sumber pendanaan dan pemanfaatan penghasilan. Pengalokasian fungsi yang berbeda pada setiap

rekening membuat keputusan keuangan yang diambil seringkali menyimpang dari konsep ekonomi konvensional.

c. *Overconfidence*

Subjek *overconfidence* dalam *financial behavior* diteliti oleh Daniel dan Titman (1999, dalam Iman, 2012) menjelaskan bahwa keyakinan berlebihan yang dimiliki investor kepada dirinya dapat mempengaruhi pergerakan harga saham, terutama saham yang memerlukan interpretasi lebih lanjut pada penilaiannya. Manusia memiliki kecenderungan untuk terlalu yakin akan kemampuan dan prediksinya untuk selalu berhasil, inilah yang dikenal sebagai *overconfidence*.

2.2 Saham *Liquid 45* (LQ45)

Bursa Efek Indonesia menjelaskan pengertian dari *Liquid 45* (LQ45) adalah 45 perusahaan di dalam Bursa Efek Indonesia yang terpilih menjadi 45 perusahaan dengan saham terbaik. Saham perusahaan yang termasuk di dalam *Liquid 45* (LQ45) adalah saham yang memiliki likuiditas tinggi dan nilai kapitalisasi pasar yang besar, serta kondisi keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan tersebut. Bursa Efek Indonesia secara rutin memantau perkembangan kinerja komponen saham yang masuk dalam penghitungan indeks LQ45. Penggantian saham yang termasuk dalam *Liquid 45* (LQ45) akan dilakukan setiap enam bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus. Saham-saham yang termasuk di dalam *Liquid 45* (LQ45)

nantinya akan diperhitungkan dalam penghitungan indeks LQ45. Kriteria pemilihan saham yang termasuk di *Liquid 45* (LQ45) adalah :

1. Telah tercatat di BEI minimal 3 bulan.
2. Aktivitas transaksi di pasar reguler, yaitu nilai, volume, dan frekuensi transaksi.
3. Jumlah hari perdagangan di pasar reguler
4. Kapitalisasi pasar pada periode waktu tertentu.
5. Selain mempertimbangkan kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar tersebut diatas, dilihat juga keadaan keuangan dan prospek pertumbuhan perusahaan tersebut.

Dalam kasus *herding behavior*, saham yang termasuk dalam *liquid 45* adalah saham yang diminati oleh para investor baik investor asing maupun investor domestik. Saham yang termasuk di dalam *liquid 45* dinilai mudah untuk diperdagangkan di bursa saham. Pada dasarnya seorang investor tidak begitu menyukai resiko, oleh karena itu investor akan membeli saham yang termasuk kategori terbaik untuk meminimalkan resiko di pasar modal tersebut. Investor asing memiliki modal yang lebih besar, oleh karena itu investor asing akan membeli saham di *liquid 45* dalam jumlah besar pula. Tindakan pembelian saham dalam jumlah besar ini tentunya berpengaruh terhadap sentimen pasar, dan nantinya akan mempengaruhi minat investor lokal untuk ikut membeli saham yang terdaftar di dalam *liquid 45*. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Iman (2012), ditemukan hasil bahwa keputusan investasi yang dilakukan oleh investor lokal sering mengikuti

keputusan investasi yang dilakukan oleh investor asing, termasuk dalam investasi saham. Perilaku pengikutian yang dilakukan oleh investor lokal ini dapat mencerminkan indikasi adanya *herding behavior*.

2.3 Herding Behavior

2.3.1 Pengertian Herding Behavior

Herding behavior adalah salah satu pendekatan yang digunakan untuk mengetahui perilaku investor. *Herding behavior* dipengaruhi oleh faktor psikologis yang menuntun investor untuk melakukan tindakan yang kurang logis terutama pada saat terjadi krisis di pasar modal. *Herding behavior* adalah sekelompok grup investor yang mengikuti arahan yang sama (Nofsinger dan Sias, 1999). Terjadinya *herding behavior* adalah saat investor yang memiliki sedikit informasi mengenai fundamental perusahaan di pasar modal dapat mempengaruhi investor yang memiliki pengetahuan lebih baik mengenai pasar modal tersebut untuk mengikuti arahan konsensus pasar.

Chang, Cheng, dan Khroana (1999) mengatakan bahwa perilaku *herding* dapat dilakukan oleh investor atau manajer keuangan baik dengan motif rasional maupun irasional. Manajer keuangan melakukan *herding* dengan alasan rasional saat manajer meniru aksi dari manajer lain dengan tujuan menjaga reputasi manajerial di pasar (Scharfstein dan Stein, 1990).

Herding behavior memiliki hubungan dengan teori efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis*). Teori efisiensi pasar menunjuk bahwa semua

investor bersifat rasional dan mendapatkan informasi yang sama, lalu investor akan membuat ekspektasi harga saham yang sama lalu membuat harga saham lebih efisien, artinya harga saham mencerminkan informasi yang tersedia di pasar dan nilai sekuritas yang sesungguhnya (Fama, 1970). Investor akan mendapatkan harga saham dengan melakukan observasi dan mengikuti tindakan investor lain karena tidak semua partisipan di pasar mendapatkan informasi yang lengkap (Lao dan Singh, 2011).

2.3.2 Jenis Herding Behavior

Menurut Kremer (2011, dalam Iman, 2012), *herding* dapat dipisahkan menjadi dua, yaitu *intentional* and *unintentional herding* :

Tabel 2.3 *Intentional dan Unintentional Herding*

<i>Intentional Herding</i>	<i>Unintentional Herding</i>
Memiliki efek destabilisasi yang membuat pasar modal lebih <i>volatile</i> .	Membuat pasar modal lebih efisien dan meningkatkan kecepatan <i>adjustment of price</i>
<i>Sentiment-driven and involves imitation</i> dari anggota pasar.	Institusi menafsirkan sinyal yang sama dan mendapatkan cara penyelesaian yang sama.
Hanya sedikit informasi yang tersedia <i>reliable</i>	Terdapat banyak informasi yang bersifat <i>reliable</i>
<i>Higher level of intentional trading is expected in small stock trading</i>	<i>More likely to occur in stocks with larger market capitalization</i>
Irasional, keputusan dibuat berdasarkan <i>euphoria</i> dan kepanikan.	Rasional, keputusan dibuat berdasarkan analisis.

Sumber : Taufiq Narasanto Iman (2012)

2.3.3 Penyebab *Herding Behavior*

Herding behavior terjadi dikarenakan oleh kurang transparan informasi yang tersedia di pasar. Para investor merasa informasi yang dibutuhkan untuk membuat keputusan investasi kurang memadai. Menurut Kremer dan Nautz (2012) perilaku *herding* terjadi ketika pasar tidak transparan, yaitu apabila investor menghadapi ketidakpastian sumber informasi publik dan menerima ketidakjelasan sinyal tentang perusahaan di masa depan. Hirshleifer dan Teoh (2003) dan Brunnermeier (2001), dalam Chang, Cheng, dan Khorana (1999) memberikan empat alasan mengapa investor institusi bertransaksi pada arah yang sama :

- a. Pertama, investor mengolah informasi yang sama.
- b. Kedua, investor lebih memilih saham dengan ciri-ciri yang umum yaitu “*better-known*” dan “*liquid*”.
- c. Para manajer cenderung mengikuti langkah transaksi yang diikuti oleh manajer lain untuk menjaga reputasinya.
- d. Para manajer mengikuti valuasi harga saham dari manajer lainnya (Güterrez dan Kelley, 2009).

Menurut Bikchandani dan Sharma (2001, dalam Iman, 2012), saat memiliki keterbatasan informasi, investor akan mengikuti gerakan investor lain dalam mengambil keputusan berinvestasi yang pada akhirnya akan mengabaikan signal miliknya dan mengikuti keputusan mayoritas (*herding behavior*) dan membentuk suatu “*information cascade*” .

2.4 Pasar Efisien dan Perspektif Investor

Menurut Weston dan Copeland (1995, dalam Irham Fahmi dan Yovi Lavianti, 2011:182) pasar efisien adalah suatu kondisi mengenai informasi bahwa semua harga dapat diperoleh secara terbuka tanpa hambatan khusus. Menurut Fama (1970) dalam Jogiyo (2009:503) pengertian pasar efisien adalah suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia, baik di masa lalu dan saat ini.

Fama (1970) dalam Irham Fahmi dan Yovi Lavianti (2011:185) membedakan efisiensi pasar modal ke dalam 3 (tiga) bentuk yaitu:

1. Efisiensi bentuk lemah (*weak form efficiency*)

Pasar modal dikatakan memiliki efisiensi bentuk lemah jika harga saham mencerminkan informasi harga saham di masa lalu. Harga saham tidak menggunakan informasi seperti *earnings*, *forecasts*, *merger announcements*, atau *money supply*. Bentuk efisiensi ini menunjukkan tidak seorangpun investor mendapatkan keuntungan di atas normal (*abnormal return*), karena pergerakan harga sekuritas yang acak mempersulit untuk memprediksi arah perubahan harga di periode yang akan datang.

2. Efisiensi bentuk setengah kuat (*semi – strong form efficiency*)

Pasar modal dikatakan efisiensi bentuk setengah kuat jika harga saham mencerminkan semua informasi publik yang ada. Informasi publik yang ada seperti penerbitan laporan keuangan perusahaan. Informasi publik akan

mencerminkan harga saham secara cepat dan tidak bias. Investor tidak akan memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) dengan membeli saham atas dasar suatu publikasi.

3. Efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*)

Pasar modal dikatakan efisiensi dalam bentuk kuat jika harga saham mencerminkan semua informasi baik publik maupun *private*. Dalam efisiensi bentuk kuat tidak ada informasi yang dirahasiakan.

Dalam perspektif seorang investor terciptanya pasar efisien sangat diharapkan. Kondisi pasar yang efisien memberikan informasi harga yang tidak bias, serta menyediakan informasi yang terbuka sehingga dapat membantu memperjelas reaksi investor dalam pengambilan keputusan. Dalam kondisi pasar yang tidak efisien, investor hanya menggunakan perkiraan-perkiraan dan bersifat tidak pasti. (Irfham Fahmi dan Yovi Lavianti, 2011)

2.5 Pendeteksian *Herding Behavior*

2.5.1 Metode Christine dan Huang (1995)

Dalam mengukur tingkat perilaku *herding*, Christy dan Huang (1995) menggunakan metode *Cross-sectional Standart of Return* (CSSD). Metode ini mencoba untuk mengukur rata-rata kedekatan imbal balik saham individual terhadap imbal balik rata-rata pasar. Menurut Christy dan Huang (1995), CSSD dijabarkan sebagai berikut:

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

Keterangan :

$R_{i,t}$ = imbal balik saham i pada waktu t

$R_{m,t}$ = *cross-sectional* rata-rata N *return* pada portofolio pasar pada waktu t .

N = jumlah saham dalam portofolio

Untuk mencari hubungan *linear* dari rata-rata imbal balik saham individual terhadap imbal balik saham pasar digunakan persamaan (Christy dan Huang, 1995) :

$$CSSD = \alpha + \beta^L D_t^L + \beta^U D_t^U + \varepsilon_t$$

Keterangan :

A = koefisien dispersi rata-rata sampel tanpa melibatkan adanya *dummy variabel*.

$\beta^L \beta^U$ = koefisien indikator *herding* jika menunjukkan nilai negatif secara statistik

D_t^L = bernilai = 1 , jika imbal balik pada hari t berada pada ekstrim 1% dan 5% *lower tail* dari distribusi imbal hasil pasar; dan =0 jika sebaliknya.

D_t^U = bernilai = 1 , jika imbal balik pada hari t berada pada ekstrim 1% dan 5% *lower tail* dari distribusi imbal hasil pasar; dan =0 jika sebaliknya.

ε_t = *standart error*

Dalam penelitian, variabel *dummy* berguna untuk menunjukkan perbedaan perilaku investor saat kondisi naik dan turun terhadap pasar normal, dan apabila nilai β^l dan β^u adalah negatif secara signifikan dapat dikatakan terdapat indikasi *herding behavior*.

2.5.2 Metode Chang, Cheng, dan Khrona (1999)

Metode Chang, Cheng, dan Khrona (1999) menggambarkan hubungan antara *Cross-Sectional Absolute Standart Deviation* (CSAD) dan imbal balik pasar. Pada kondisi ekstrem, jika investor mengikuti konsesus pasar dan mengabaikan pendapat pribadi, maka hubungan *linear* meningkat antara penyebaran dan imbal balik pasar tidak berlaku lagi, melainkan hubungannya dapat berupa peningkatan non-linear atau penurunan. Dalam metode ini tahap pertama yang harus dilakukan adalah dengan menghitung tingkat sensitivitas imbal hasil saham ke-*i* terhadap imbal hasil portofolio pasar berdasarkan persamaan (Chang *et al.*, 1999) :

$$AVD_{i,t} = |\beta_i - \beta_m| E_t(R_m - \gamma_0)$$

Keterangan :

$AVD_{i,t}$ = ekspektasi imbal balik saham *i* terhadap imbal balik pasar pada periode *t*.

β_i = tingkat sensitivitas imbal hasil saham perusahaan ke- i terhadap imbal hasil pasar.

β_m = tingkat sensitivitas untuk portofolio pasar

Setelah menghitung $AVD_{i,t}$, didapatkan persamaan *Expected CSAD* (ECSAD) dengan model berikut (Chang *et al.*, 1999) :

$$ECSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AVD_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n |\beta_i - \beta_m| E_t (R_m - \gamma_0)$$

Dapat diperlihatkan bahwa hubungan yang *linear* dan terus meningkat antara tingkat penyebaran dengan nilai yang diharapkan dari imbal hasil portofolio pasar seperti :

$$\frac{\partial ECSAD_t}{\partial E_t(R_m)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n |\beta_i - \beta_m| > 0 \quad \text{dan,}$$

$$\frac{\partial ECSAD_t}{\partial E_t(R_m)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n |\beta_i - \beta_m| = 0$$

sehingga, dapat disimpulkan nilai aktual dari $CSAD_t$ dapat dihitung dengan persamaan (Chang *et al.*, 1999):

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

Keterangan :

$R_{i,t}$ = imbal balik saham individual pada periode t

$R_{m,t}$ = imbal balik pasar pada periode t

N = jumlah perusahaan dalam sampel

Dalam mencari hubungan non-linear digunakan persamaan sebagai berikut :

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

Keterangan :

α = variabel *intersect*

γ_1 = koefisien *liner* antara CSAD dan imbal balik portofolio pasar

γ_2 = koefisien *non-linear* antara CSAD dan imbal balik portofolio pasar

$R_{m,t}$ = imbal balik portofolio pasar pada periode t

ε_t = *standart error*

Nilai absolut $R_{m,t}$ diperlukan untuk membandingkan koefisien linear. Jika relatif pada periode pergerakan harga besar investor melakukan *herding* atas dasar rata-rata konsensus pasar, maka hubungan non-linear antara CSAD dan rata-rata imbal balik pasar dapat terbentuk. Hal ini dapat dilihat dari koefisien γ_2 yang negatif dan signifikan secara statistik (Chang *et al.*, 1999).

2.6 Penelitian Terdahulu

Prosad, Sujata Kapoor, dan Jhumur Sengupta (2012) melakukan penelitian indikasi *herding behavior* pada pasar modal India. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode Christie dan Huang (1995) dengan *Cross-Sectional Standart of Return* (CSSD). Sampel yang digunakan berjumlah 50 saham perusahaan yang terdaftar di dalam “Nifty 50”, yaitu 50 saham terbaik yang terdaftar di NSE. Hasil dari penelitian menunjukkan nilai yang positif dari koefisien γ_2 sehingga ditarik kesimpulan tidak ada *herding behavior* pada pasar modal India secara keseluruhan, tetapi terdapat indikasi *herding behavior* pada kondisi pasar yang naik.

Menurut Adi Vithara Purba dan Ida Ayu Agung Faradynawati (2012), hasil penelitian pada bursa efek Indonesia setelah krisis tahun 2008 dan setelahnya tidak ditemukan adanya *herding behavior* di Indonesia. Sampel penelitian menggunakan data mingguan saham dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Bulan Juli 2007 sampai Juni 2010. Hasil penelitian dengan menggunakan metode CSAD (*Cross-sectional Absolute Deviation*) yang dikemukakan oleh Chang *et al.*, (1999) menunjukkan tidak terjadi *herding behavior*.

Penemuan berbeda ditemukan oleh Gunawan, Hari, Noer, dan La Ode (2011), yang menemukan adanya indikasi *herding behavior* pada pasar saham Indonesia dan Asia Pasifik terutama pada saat kondisi market *stress*. Sampel dalam penelitian adalah indeks LQ45 dan indeks sektoral. Pada pasar Asia

Pasifik investor bersifat rasional pada kondisi pasar yang normal, tetapi terdapat indikasi *herding behavior* pada kondisi *market stres*. Metode yang digunakan dalam penelitian untuk menentukan *herding behavior* adalah CSAD (*Cross Sectional Absolute Deviation*), dan melakukan regresi kuantil pada data CSAD tersebut.

Maximilian Chandra (2012) juga melakukan pendeteksian *herding behavior* pada pasar modal Indonesia, tetapi sampel penelitian yang digunakan adalah saham *Initial Public Offering* (IPO) pada tahun 2007-2011. Dalam penelitian ini tidak ditemukan adanya indikasi *herding behavior* yang signifikan selama 15 hari sejak tanggal IPO. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang, Cheng, dan Khrona (1999) di Korea Selatan dan Taiwan yang menemukan adanya indikasi *herding behavior* pada negara *emerging market* tersebut, hal ini disebabkan karena perbedaan kondisi pasar saham di Indonesia, Korea Selatan dan Taiwan. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode CSAD (*Cross Sectional Absolute Deviation*).

2.7 Hipotesis

Dalam penelitian yang dilakukan Prosad, Sujata Kapoor, dan Jhumur Sengupta (2012) dan Adi Vithara Purba dan Ida Ayu Agung Faradynawati (2012), tidak ditemukan adanya indikasi *herding behavior* pada pasar modal India dan Indonesia secara keseluruhan. Maximilian Chandra (2012) yang melakukan pendeteksian *herding behavior* pada saham *Initial Public Offering* (IPO) tahun 2007-2011 di Bursa Efek Indonesia tidak menemukan adanya indikasi *herding behavior* yang signifikan selama 15 hari sejak tanggal IPO. Hasil berbeda ditemukan oleh Gunawan, Hari, Noer, dan La Ode (2011), yang menemukan indikasi *herding behavior* pada kondisi pasar yang turun. Dalam penelitian terdahulu sampel penelitian berfokus pada seluruh sektor yang ada di Bursa Efek Indonesia terkecuali penelitian yang dilakukan di India yang berfokus pada saham yang termasuk dalam “*Nifty 50*”. Dalam penelitian ini, peneliti ingin melakukan identifikasi eksistensi *herding behavior* secara keseluruhan pada Saham *Liquid 45* (LQ45) di Bursa Efek Indonesia, maka ditariklah hipotesis sebagai berikut:

H1 : Terdapat Indikasi *Herding Behavior* Pada Saham LQ45 Perusahaan
Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2014