

SKRIPSI

PENGUJIAN FAKTOR-FAKTOR PENYEBAB *HERDING* *BEHAVIOR* PADA PASAR SAHAM INDONESIA

(Studi pada Saham LQ45 Periode Tahun 2020-2022)

KEVIN TALEBONG



DEPARTEMEN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2023

SKRIPSI

PENGUJIAN FAKTOR-FAKTOR PENYEBAB *HERDING* *BEHAVIOR* PADA PASAR SAHAM INDONESIA (Studi pada Saham LQ45 Periode Tahun 2020-2022)

sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi

disusun dan diajukan oleh

KEVIN TALEBONG
A031201016



kepada

**DEPARTEMEN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2023**

SKRIPSI

PENGUJIAN FAKTOR-FAKTOR PENYEBAB *HERDING* *BEHAVIOR* PADA PASAR SAHAM INDONESIA (Studi Pada Saham LQ45 Periode Tahun 2020-2022)

disusun dan diajukan oleh

KEVIN TALEBONG
A031201016

telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Makassar, 25 Juli 2023

Pembimbing I



Prof. Dr. H. Gagaring Pagalung, S.E., M.S., Ak., CA.
NIP. 19630116 198811 1 001

Pembimbing II



Afdal, S.E., M.Sc., DEc, Ak.
NIP. 19880109 201504 1 001

Ketua Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA.
NIP. 19650307 199403 1 003

SKRIPSI

PENGUJIAN FAKTOR-FAKTOR PENYEBAB *HERDING* *BEHAVIOR* PADA PASAR SAHAM INDONESIA (Studi Pada Saham LQ45 Periode Tahun 2020-2022)





disusun dan diajukan oleh

KEVIN TALEBONG
A031201016

telah dipertahankan dalam sidang ujian skripsi
pada tanggal 14 September 2023 dan
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui

Panitia Penguji

No.	Nama Penguji	Jabatan	Tanda Tangan
1	Prof. Dr. H. Gagaring Pagalung, S.E., M.S., Ak., CA.	Ketua	
2	Afdal, S.E., M.Sc., DEc., Ak.	Sekretaris	
3	Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si.	Anggota	
4	Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA.	Anggota	

Ketua Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA.
NIP. 19650307 199403 1 003

PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini,

nama : Kevin Talebong

NIM : A031201016

departemen/program studi : Akuntansi/Strata 1

dengan ini menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa skripsi yang berjudul

**PENGUJIAN FAKTOR-FAKTOR PENYEBAB *HERDING BEHAVIOR*
PADA PASAR SAHAM INDONESIA
(Studi pada Saham LQ45 Periode Tahun 2020-2022)**

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu perguruan tinggi dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah di tulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis di kutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan di proses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 25 Juli 2023

Yang membuat pernyataan,



Kevin Talebong

PRAKATA

“Jikalau bukan TUHAN yang membangun rumah, sia-sialah usaha orang yang membangunnya; jikalau bukan TUHAN yang mengawal kota, sia-sialah pengawal berjaga-jaga.” Kepada Tuhan Yesus Kristus sang kekasih jiwaku, ungkapan hati penuh sembah dan syukur ini kupersembahkan. Tanpa kasih dan penyertaanNya, peneliti bukanlah apa-apa dan tak dapat melakukan apa-apa. Nyata janjiMu yang memegangku dengan tangan kananMu yang mengantarku pada kemenangan.

Di balik hasil yang peneliti capai, sekalipun hanya seukuran biji sesawi, segan bagi peneliti untuk mengakuinya sebagai usahanya sendiri. Banyak hal yang tidak mampu peneliti dapatkan bila hanya mengandalkan dirinya sendiri. Oleh karena itu, tidaklah pantas bagi manusia untuk menyanjung dan memegahkan dirinya seolah tak membutuhkan peranan orang lain.

1. Kepada kedua orang tua tercinta peneliti, Papi dan Mami. Papi yang dalam setiap masa dan waktu selalu mendoakan, menguatkan dan memberi semangat di tengah betapa rumitnya peneliti menghadapi tugas dan tanggung jawabnya. Mami yang dalam setiap masa dan waktu selalu mendoakan dan mengingatkan untuk tetap berserah kepada Tuhan. Peneliti juga tidak lupa berterima kasih kepada kakak tersayang peneliti, Bernard Talebong, S.ST, Kety Helki Biang, S.Tr.A.B., dan Marsel Geraldo Talebong, S.T yang selalu mendoakan dan memotivasi peneliti untuk tetap tekun dalam mengangkat tugas dan tanggung jawab sebagai seorang mahasiswa.
2. Kepada kedua dosen pembimbing peneliti, bapak Prof. Dr. H. Gagaring Pagalung, S.E., M.S., Ak., CA selalu mengarahkan peneliti menyusun sebuah

karya hingga menjadi sangat baik dan bapak Afdal, S.E., M.Sc., DEc, Ak yang selalu siap sedia untuk ditemui dan banyak memberikan arahan demi kemajuan penelitian ini. Banyak-banyak terima kasih peneliti sampaikan atas jasa-jasa beliau, walaupun peneliti menyadari dengan sangat bahwa tidak ada sesuatu pun yang dapat membalas kebaikan beliau-beliau.

3. Kepada kedua dosen penguji peneliti, bapak Prof. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si dan bapak Dr. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si., Ak., ACPA yang banyak memberikan masukan yang sangat baik dalam rangka membuat penelitian ini menjadi lebih baik. Peneliti merasa sangat terbantu dengan setiap arahan yang selalu diberikan.
4. Kepada dosen pendamping akademik peneliti, bapak Prof. Dr. Alimuddin, S.E., M.M., Ak., CPMA yang selalu peduli dan mengarahkan peneliti dalam menempuh perkuliahan di Program Studi Akuntansi Universitas Hasanuddin.
5. Kepada dosen-dosen yang telah memberi ilmunya kepada peneliti, bapak Drs. Haerial, M.Si., Ak., CA yang selalu memberi diri mengajar dengan penuh ketulusan, bapak Dr. Yohanis Rura, S.E., M.S.A., Ak., CA yang selalu mengajarkan kedisiplinan dalam menempuh studi, ibu Dr. Nadhirah Nagu, S.E., M.Si., Ak., CA., CSRA., CSRS yang melalui kebijaksanaannya mengajar kami untuk selalu bertekun dalam studi, dan ibu Dr. Hj. Sri Sundari, S.E., M.Si., Ak., CA yang banyak memberi ilmu yang terkadang tidak didapatkan di tempat lain dan mengajar dengan penuh kasih sayang.
6. Kepada teman-teman seperjuangan peneliti di mana peneliti banyak terbantukan oleh mereka dan tidak lupa akan dukungan moril dan penguatan akan iman dari Leony dan Karin; teman-teman Circle Halal—Rizal, Jayanto, Yohan, Batara, Kenzy, Marco, Kevin P.S, Tina, Tirta, Danti, Ainun, dan Indah yang selalu menjadi sandaran peneliti ketika berada dalam kepenatan;

bestieku—Zakia dan Madina yang terus memberi semangat dan tidak pernah alpa untuk datang di ujian proposal dan ujian skripsi peneliti; dan teman-teman In20nation yang selalu menyemangati peneliti mulai dari awal penyusunan proposal hingga menjadi satu karya yang utuh. Peneliti berterima kasih setiap saat kepada Tuhan atas anugerah waktu dan kesempatan dapat mengenal kalian semua.

Peneliti mengucapkan mohon maaf yang sebesar-besarnya atas segala kesalahan dan hal-hal yang tidak berkenan selama ini. Semoga Tuhan yang Maha Kuasa membalas setiap bantuan yang telah diberikan dengan berlimpah-limpah. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat berguna bagi banyak pihak yang membutuhkan.

Makassar, 25 Juli 2023

Peneliti

ABSTRAK

PENGUJIAN FAKTOR-FAKTOR PENYEBAB *HERDING BEHAVIOR* PADA PASAR SAHAM INDONESIA (Studi pada Saham LQ45 Periode Tahun 2020-2022)

TESTING THE FACTORS THAT CAUSE HERDING BEHAVIOR ON THE INDONESIAN STOCK MARKET (Study on LQ45 Stocks for the 2020-2022 Period)

Kevin Talebong
Gagaring Pagalung
Afdal

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan pengaruh *return* saham, kapitalisasi pasar, dan asimetri informasi terhadap *herding behavior*. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang menjadi objek penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar dalam indeks saham LQ45 tahun 2020-2022. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dan analisis data dilakukan dengan analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *return* saham berpengaruh dalam memicu terjadinya *herding behavior*, sedangkan kapitalisasi pasar dan asimetri informasi tidak berpengaruh memicu terjadinya *herding behavior*. Namun, *return* saham, kapitalisasi pasar, dan asimetri informasi secara bersama-sama berpengaruh terhadap *herding behavior*.

Kata kunci: *herding behavior*, *return* saham, kapitalisasi pasar, asimetri informasi

This study aims to determine and prove the effect of stock return, market capitalization, and information asymmetry on herding behavior. The data used are secondary data obtained from the annual report of the company that is the object of research. The population in this study is all companies whose shares are listed in the LQ45 stock index for 2020-2022. Sample selection using purposive sampling and data analysis was carried out by multiple linear regression analysis. The results showed that stock returns had an effect in triggering herding behavior, while market capitalization and information asymmetry had no effect on triggering herding behavior. However, stock return, market capitalization, and information asymmetry together affect herding behavior.

Keywords: *herding behavior*, *stock return*, *market capitalization*, *asymmetry information*

DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
PERNYATAAN KEASLIAN	v
PRAKATA	vi
ABSTRAK	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	6
1.5 Ruang Lingkup Penelitian	7
1.6 Sistematika Penulisan	7
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	9
2.1 Landasan Teori	9
2.1.1 <i>Signalling Theory</i>	9
2.1.2 <i>Expected Utility Theory</i>	11
2.1.3 Asimetri Informasi	12
2.1.4 Hipotesis Pasar Efisien (<i>Efficient Market Hypothesis</i>)	12
2.1.5 Perilaku <i>Herding</i> (<i>Herding Behavior</i>)	15
2.1.6 Kapitalisasi Pasar	18
2.1.7 <i>Return Saham</i>	19
2.2 Penelitian Terdahulu	20
2.3 Kerangka Penelitian	25
2.4 Hipotesis Penelitian	25
2.4.1 Pengaruh <i>Return Saham</i> terhadap <i>Herding Behavior</i>	26
2.4.2 Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap <i>Herding Behavior</i>	27
2.4.3 Pengaruh Asimetri Informasi terhadap <i>Herding Behavior</i>	28
BAB III METODE PENELITIAN	29
3.1 Rancangan Penelitian	29
3.2 Waktu dan Lokasi Penelitian	29
3.3 Populasi dan Sampel	29
3.4 Jenis dan Sumber Data	30
3.4.1 Jenis Data	30
3.4.2 Sumber Data	31
3.5 Teknik Pengumpulan Data	31
3.6 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	31
3.6.1 Variabel Penelitian	31
3.6.2 Definisi Operasional	32

3.7	Teknik Analisis Data.....	36
3.7.1	Analisis Statistik Deskriptif	36
3.7.2	Pemilihan Pendekatan Model Regresi Data Panel.....	36
3.7.3	Pengujian Model Regresi Data Panel.....	37
3.7.4	Uji Asumsi Klasik.....	38
3.7.5	Analisis Regresi Linear Berganda Data Panel.....	40
3.7.6	Uji Hipotesis	40
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		42
4.1	Deskripsi Objek Penelitian	42
4.2	Analisis Statistik Deskriptif	44
4.3	Pemilihan Model Estimasi Data Panel	47
4.4	Uji Asumsi Klasik	48
4.4.1	Uji Normalitas.....	48
4.4.2	Uji Multikolinearitas	49
4.4.3	Uji Heteroskedastisitas.....	50
4.5	Pendeteksian <i>Herding Behavior</i>	50
4.6	Analisis Regresi Linear Berganda Data Panel	52
4.7	Uji Hipotesis.....	53
4.7.1	Uji Statistik-T.....	53
4.7.2	Uji Statistik-F.....	55
4.7.3	Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	56
4.8	Pembahasan.....	56
4.8.1	Pengaruh <i>Return Saham Terhadap Herding Behavior</i>	58
4.8.2	Pengaruh Kapitalisasi Pasar Terhadap <i>Herding Behavior</i>	59
4.8.3	Pengaruh Asimetri Informasi Terhadap <i>Herding Behavior</i>	61
BAB V PENUTUP		63
5.1	Kesimpulan	63
5.2	Saran	64
5.3	Keterbatasan Penelitian	65
DAFTAR PUSTAKA		67
LAMPIRAN.....		71

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu.....	23
Tabel 3.1 Tahap Seleksi Pemilihan Sampel	30
Tabel 4.1 Daftar Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian.....	43
Tabel 4.2 Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif.....	44
Tabel 4.3.1 Hasil Uji Chow	47
Tabel 4.3.2 Hasil Uji Lagrange-Multiplier.....	47
Tabel 4.4.1 Hasil Uji Normalitas	48
Tabel 4.4.2 Hasil Uji Multikolinearitas.....	49
Tabel 4.4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas	50
Tabel 4.6 Hasil Regresi Linear Data Panel.....	52
Tabel 4.7.1 Hasil Uji Statistik T.....	54
Tabel 4.7.2 Hasil Uji Statistik F.....	55
Tabel 4.7.3 Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	56

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Statistik Investor Pasar Modal Indonesia	1
Gambar 2.1 Diagram <i>cascade</i>	17
Gambar 2.2 Kerangka Penelitian	25

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
LAMPIRAN 1	72

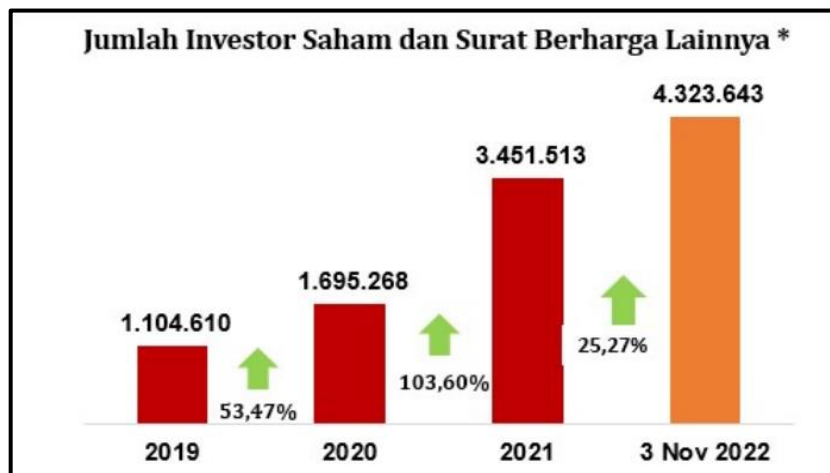
BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam kurun waktu tiga tahun terakhir, pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang sangat signifikan yang mengindikasikan bahwa investasi di Indonesia semakin dilirik oleh investor. Salah satu indikator yang dapat digunakan untuk mengetahui tingkat perkembangan pasar modal Indonesia adalah dengan melihat data peningkatan jumlah investor saham di pasar modal.

Gambar 1.1 Statistik Investor Pasar Modal Indonesia



Sumber: Kustodian Sentral Efek Indonesia, Mei 2023.

Berdasarkan data KSEI tahun 2022, peningkatan jumlah investor saham sejak tahun 2019 sampai dengan 2021 menjadi yang tertinggi sepanjang sejarah pasar modal Indonesia. Pada tahun 2020-2021, pertumbuhan jumlah investor saham mencapai sebesar 103,60%, dari tahun 2020 sebesar 1.695.268 investor menjadi 3.451.513 investor di tahun 2021. Fenomena ini menjadi sangat menarik karena peningkatan jumlah investor saham yang sangat ekstrem ini terjadi di saat

pandemi COVID-19, di mana kondisi pandemi COVID-19 mengakibatkan hadirnya sentimen negatif karena keadaan yang penuh dengan ketidakpastian, sehingga menimbulkan rasa pesimis dan rasa takut yang berimplikasi pada risiko investasi yang akan ditanggung oleh investor saat melakukan investasi. Terjadinya peningkatan jumlah investor ini diduga kuat ada faktor tertentu yang mempengaruhinya. Merujuk pada *expected utility theory*, meskipun berada dalam situasi yang sarat dengan risiko dan ketidakpastian, investor masih dapat mengutamakan perilaku yang rasional ketika mengambil keputusan investasi di pasar saham.

Jones (2007:324) menyatakan pasar yang efisien adalah pasar di mana seluruh informasi yang relevan tercermin secara penuh dalam harga saham. Harga-harga saham yang terbentuk merupakan representasi atas semua informasi yang relevan yang ditanggapi secara cepat, sehingga dapat dipastikan tidak ada satupun investor yang dapat memperoleh *abnormal return* karena tidak ada satu informasi pun yang dapat digunakan untuk mendapatkan *abnormal return* dan juga di dukung pada situasi di mana investor diasumsikan rasional yang mendasarkan keputusan investasinya pada proses analisis saham yang terukur sehingga tidak dapat mempengaruhi harga saham. Namun, berbeda halnya dengan yang dikemukakan Dhankar dan Shankar (2016) dengan pendapatnya yang menyatakan bahwa konsep hipotesis pasar efisien dalam kerangka berpikirnya tidak mempertimbangkan bahwa ketidakefisienan pasar dapat terjadi—kondisi ini disebut sebagai anomali pasar yang merupakan anti-tesis dari konsep pasar efisien. Sejalan dengan yang diungkapkan oleh Dhankar dan Shankar, Sukandani *et al.* (2019) mengungkapkan jika faktor psikologis terlibat dalam pengambilan keputusan berinvestasi, maka akan dapat menyebabkan tindakan individu menjadi tidak rasional.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Blasco *et al.* (2012), salah satu perilaku irasional individu adalah *herding behavior*. *Herding behavior* adalah tendensi seorang investor yang memilih untuk mengimitasi praktik perdagangan investor lain yang dipandang memiliki informasi yang akurat daripada informasi dan keyakinan diri sendiri atau mengikuti konsensus pasar. Secara sederhana dapat juga dikatakan sebagai kecenderungan untuk mengikuti tindakan yang diambil oleh investor lain.

Menurut Bikchandani dan Sharma (2001:283) ada beberapa keadaan yang dapat memicu investor berperilaku *herding*, satu diantaranya yaitu karena adanya "*cascade information*", yaitu situasi di mana informasi yang tersedia tidak memadai sehingga keputusan investasi cenderung mengikuti investor lain yang dipandang sebagai pihak yang memiliki informasi lebih baik. *Herding behavior* merupakan salah satu perilaku investor yang dapat membawa pasar menjadi tidak efisien karena ketika tindakan irasional terlibat dalam pengambilan keputusan investasi, akan terjadi kesalahan dalam penetapan harga saham, sehingga pada akhirnya akan mengancam performa perekonomian.

Herding behavior dapat dipahami sebagai tindakan yang berasal dari pemikiran yang masuk akal (*spurious herding*) dan juga sebagai tindakan yang tidak berasal dari pemikiran yang masuk akal atau berdasarkan naluri psikologis (*intentional herding*). *Spurious herding* terjadi saat individu mengolah informasi yang serupa dengan individu lain, mengakibatkan mereka membuat keputusan yang serupa pula. Sementara *intentional herding* atau "*real herding*" adalah perilaku individu yang benar-benar mengimitasi keputusan individu yang lain tanpa memperhitungkan risiko yang mungkin timbul dari mengikuti keputusan tersebut.

Herding behavior baik dalam bentuk yang rasional maupun irasional di pasar saham, bisa muncul akibat adanya ketidakseimbangan informasi. Pihak

yang memiliki informasi lengkap menjadi diuntungkan dalam situasi ini, sementara pihak yang kekurangan informasi akan menjadikan keputusan investasi *informed* investor sebagai sinyal untuk ikut berinvestasi tanpa mengolah informasi yang dimilikinya atau berdasarkan nilai fundamental perusahaan.

Venezia (2011) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *return* memainkan peran penting dalam pengambilan keputusan investasi oleh investor dan berpengaruh positif dalam membentuk perilaku *herding* di pasar saham. Minat investor dalam berinvestasi mendapat pengaruh dari pergerakan *return*. Adanya informasi terkait *return* yang meningkat menjadi harapan setiap investor, sehingga akan memicu terjadinya *herding*. Demikian halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Fransiska (2018) yang mengindikasikan adanya hubungan yang dinamis antara *return* dan *herding behavior*

Faktor yang mempengaruhi *herding behavior* selanjutnya adalah kapitalisasi pasar. Menurut Venezia (2011), kapitalisasi pasar adalah gambaran dari ukuran saham. Dalam penelitian ini, perilaku *herding* terjadi pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil. Hal ini didasarkan pada ketersediaan informasi. Kecilnya kapitalisasi pasar sebuah perusahaan mengindikasikan kurangnya informasi terkait perusahaan tersebut, dan dengan begitu, *amateur* investor akan mengikuti keputusan investasi dari investor yang memiliki informasi yang lengkap. Apabila informasi dapat dijangkau oleh seluruh pengguna di pasar modal, maka investor dapat dengan mudah memberikan keputusan investasi, dan dengan demikian perilaku *herding* dapat dihindari. Berbeda halnya dengan yang ditemukan Fransiska (2018) bahwa perilaku *herding* dijumpai pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang besar dengan alasan keamanan dalam berinvestasi. Investor percaya bahwa perusahaan yang berkapitalisasi besar bersifat *liquid*, sehingga ketika terjadi *collapse* maka perusahaan tidak runtuh

seketika, dan juga perusahaan yang berkapitalisasi pasar yang besar selalu membagikan *return* berupa dividen.

Selain kedua faktor di atas, asimetri informasi juga menjadi faktor yang membuka peluang pembentukan perilaku *herding* di pasar modal. Hadirnya ketimpangan informasi di pasar modal membuat investor ragu terhadap keputusan investasinya. Tidak meratanya persebaran informasi membuat investor menempuh jalan pintas dengan meniru keputusan investor lain, tetapi kenyataannya tindakan ini dapat memberikan efek negatif bagi pasar modal. Penelitian yang dilakukan oleh Komalasari (2016) menyatakan bahwa adanya asimetri informasi berpotensi besar dalam membentuk perilaku *herding*. Semakin tinggi kesenjangan informasi antara pedagang yang memiliki informasi dengan pedagang yang tidak memiliki informasi, maka akan menghasilkan dispersi *return* yang juga lebih rendah.

Penelitian ini akan difokuskan pada indeks saham LQ45 sebab saham perusahaan yang terindeks LQ45 selalu diincar oleh para investor. Saham perusahaan yang terdaftar di indeks LQ45 merupakan saham dengan tingkat likuiditas yang tinggi dan kapitalisasi pasarnya besar. Tingginya likuiditas dan besarnya kapitalisasi pasar saham LQ45 memberi arti bahwa saham tersebut sangat diminati oleh investor. Budiman (2021) menyatakan bahwa perusahaan yang sahamnya terdaftar di indeks LQ45 sebagian besar membagikan *return* dalam bentuk dividen kepada investornya. Dengan demikian, hal ini dapat mendorong investor lainnya untuk ikut membeli saham suatu perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan membuat peneliti tertarik untuk mengembangkan penelitian dari sisi *behavioral finance* dengan menguji faktor-faktor penyebab perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia, khususnya pada saham LQ45.

1.2 Rumusan Masalah

Dengan merujuk pada latar belakang masalah yang telah diuraikan, maka pernyataan permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut.

1. Apakah *return* saham dapat menyebabkan terjadinya perilaku *herding* pada saham LQ45 selama periode 2020-2022?
2. Apakah kapitalisasi pasar dapat menyebabkan terjadinya perilaku *herding* pada saham LQ45 selama periode 2020-2022?
3. Apakah asimetri informasi dapat menyebabkan terjadinya perilaku *herding* pada saham LQ45 selama periode 2020-2022?

1.3 Tujuan Penelitian

Dengan merujuk pada pernyataan permasalahan yang telah dirumuskan, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Untuk mengetahui dan membuktikan apakah *return* saham dapat menyebabkan terjadinya perilaku *herding* pada saham LQ45 selama periode 2020-2022
2. Untuk mengetahui dan membuktikan apakah kapitalisasi pasar dapat menyebabkan terjadinya perilaku *herding* pada saham LQ45 selama periode 2020-2022.
3. Untuk mengetahui dan membuktikan apakah asimetri informasi dapat menyebabkan terjadinya perilaku *herding* pada saham LQ45 selama periode 2020-2022.

1.4 Manfaat Penelitian

Dengan merujuk pada tujuan penelitian yang telah diuraikan di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Kegunaan Teoretis

Penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi dalam perkembangan ilmu akuntansi keuangan. Adanya penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan pemahaman secara mendalam kepada pembaca tentang perilaku irasional yang terlibat dalam pengambilan keputusan investasi. harapannya adalah hasil penelitian ini dapat menjadi acuan bagi para peneliti di masa depan yang tertarik untuk melanjutkan penelitian serupa.

2. Kegunaan Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi pihak manajemen maupun investor dalam mempertimbangkan faktor perilaku dalam memanfaatkan informasi yang diterima untuk memberikan keputusan investasi.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Untuk memastikan agar hasil penelitian menjadi lebih terarah dan sesuai dengan permasalahan yang telah dipaparkan, peneliti memfokuskan ruang lingkup penelitian ini terbatas pada pembuktian faktor pembentuk perilaku *herding* di saham indeks LQ45 pada periode tahun 2020-2022.

1.6 Sistematika Penulisan

Untuk memudahkan dalam memahami isi penelitian ini, penulisan penelitian ini dikemas ke dalam beberapa bagian sebagai berikut.

BAB I PENDAHULUAN

Pada bab ini penulis akan membahas mengenai masalah yang melatarbelakangi sehingga penelitian ini dilakukan dan mengungkapkan pernyataan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, serta sistematika penulisan penelitian.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini akan dipaparkan tentang teori dan definisi-definisi yang digunakan untuk menjelaskan masing-masing variabel yang akan diteliti. Selain itu, bagian ini juga memaparkan penelitian terdahulu yang relevan dengan topik penelitian sebagai dasar penelitian yang diangkat, menjelaskan kerangka berpikir penelitian dan hipotesis sementara dari penelitian ini.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini membahas tentang bagaimana pendekatan atau metode yang diterapkan peneliti untuk menjawab masalah-masalah yang telah dirumuskan. Bab ini tersusun atas rancangan penelitian, lokasi dan waktu penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, variabel penelitian, definisi operasional, instrumen penelitian, dan teknik analisis data.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

Pada bab ini akan membahas tentang pembuktian hipotesis yang telah dibangun oleh peneliti dan pembahasan tentang temuan penelitian yang telah dilaksanakan.

BAB V PENUTUP

Pada bab ini akan membahas kesimpulan yang ditarik dari hasil penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran yang diberikan peneliti kepada pihak-pihak yang ingin menggunakan penelitian ini sebagai acuan/rujukan dalam melakukan penelitian selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Signalling Theory*

Signalling theory bermula saat Akerlof tahun 1970 dalam karyanya yang berjudul “*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*” secara garis besar menjelaskan bahwa informasi yang penting untuk keputusan ekonomi tidak selalu tersedia sebagai pertimbangan bagi semua pihak yang terlibat dalam transaksi. Akerlof menemukan fenomena di mana terjadi ketimpangan informasi antara penjual dan pembeli terkait kualitas produk mobil bekas (*used car*) yang diperjualbelikan. Fenomena ini menunjukkan bahwa ketika pembeli kekurangan informasi mengenai karakteristik dan kualitas produk yang akan dibeli, maka pembeli menyamaratakan penilaian semua produk, baik yang berkualitas tinggi maupun berkualitas rendah dengan harga yang sama, sehingga pada akhirnya pembeli mendapat “lemon” yang berarti pembeli mengetahui adanya kerusakan pada mobil bekas ketika mobil tersebut sudah dibeli. Dengan demikian, terciptalah istilah asimetri informasi, yaitu kondisi di mana penjual memiliki informasi yang lebih terkait kualitas mobil tersebut daripada pembeli.

Berlandaskan pemikiran ini, Spence (1973) membangun sebuah model *signaling equilibria* yang dinyatakan dalam konteks pasar tenaga kerja (*job market*). Di pasar tenaga kerja, baik pelamar kerja dengan tingkat pendidikan yang tinggi maupun yang rendah dapat menjadikan tingkat pendidikannya sebagai sinyal kepada pemberi kerja. Spence mengilustrasikan bagaimana seorang pelamar kerja dengan latar belakang pendidikan tinggi berbeda kualitasnya dengan pelamar kerja yang latar belakang pendidikannya rendah. Individu

diasumsikan berinvestasi dalam pendidikan karena tingkat pendidikan akan menentukan upah yang akan ditawarkan, sehingga individu akan memilih untuk berpendidikan tinggi dengan harapan memperoleh upah yang sebanding dengan tingkat pendidikannya. Spence menunjukkan bahwa ada ekuilibrium ketika pemberi kerja mengandalkan tingkat pendidikan sebagai sinyal yang kredibel yang mencerminkan kompetensi dasar pelamar kerja tersebut.

Dalam konteks *job market signalling* juga menyatakan bahwa jika *cost of signal* pada *good news* lebih rendah dari pada *bad news*, artinya perusahaan mengirimkan sinyal yang tidak kredibel, begitu juga sebaliknya, jika *cost of signal* pada *good news* lebih tinggi, artinya perusahaan mengirimkan sinyal yang kredibel. Teori ini mengartikan jika perusahaan dapat mengirimkan sinyal *good news* kepada investor, maka investor akan mempertimbangkan untuk berinvestasi di perusahaan tersebut dan kreditur juga akan lebih percaya dalam meminjamkan dananya untuk perusahaan (Przepiorkan dan Berger, 2017).

Signalling theory pada dasarnya menjelaskan bahwa perusahaan dapat meredam ketidakpastian pasar dan mengurangi kesenjangan informasi melalui pemberian informasi yang diinterpretasikan sebagai sinyal oleh investor. Bagi investor, informasi merupakan sesuatu yang penting untuk diketahui dalam memutuskan investasi. Ketersediaan data yang komprehensif, relevan, dan tepat waktu memiliki nilai yang sangat penting bagi para investor karena hal tersebut menjadi bahan penilaian dalam membuat keputusan. Perusahaan umumnya dengan sukarela memberikan informasi positif terkait dengan perusahaannya ke publik untuk membuat investor terkesan dan sinyal-sinyal yang berasal dari informasi yang dirilis tersebut dapat mempengaruhi tindakan yang akan diambil oleh investor yang reaksinya akan tercermin melalui perubahan volume perdagangan saham (Febriyanti, 2020).

Salah satu sinyal yang menjadi perhatian bagi para investor adalah *return* saham. Menurut Hartono (2019), komponen *return* terdiri dari *capital gain (loss)* dan dividen. Ketika terjadi kenaikan dividen, maka hal tersebut dipandang sebagai sinyal positif yang menimbulkan pergerakan harga saham bereaksi positif, tetapi ketika terjadi penurunan dividen, maka akan dipandang sebagai sinyal negatif yang menimbulkan pergerakan harga saham yang bereaksi negatif, sehingga pengumuman kenaikan dan penurunan dividen berdampak juga pada kenaikan dan penurunan harga saham (Gupta *et al.* 2012:24). Ketika harga saham berada dalam kondisi positif sebagai akibat atas banyaknya permintaan saham, maka akan berdampak pada *return* yang diperoleh (Rachmawati dan Suhermin, 2019).

2.1.2 Expected Utility Theory

Expected utility theory diperkenalkan pertama kali oleh Neumann dan Morgenstern tahun 1947 yang menjelaskan dasar mengapa individu bertindak secara rasional. Haryanto (2006) menjelaskan bahwa teori ini memandang investor akan tetap bersikap rasional dan mampu mengambil keputusan dengan efektif dan efisien berdasarkan keyakinan bahwa mereka memiliki informasi yang dapat diandalkan untuk memaksimalkan utilitasnya tanpa mempertimbangkan situasi yang sedang dihadapi.

Expected utility theory berpendapat bahwa meskipun sedang menghadapi risiko, investor masih mampu berperilaku rasional. Individu dianggap mampu bertindak sesuai dengan realitas saat harus mengambil keputusan dalam situasi yang berisiko. Oleh karena itu, Nusantara *et al.* (2017) menganggap *expected utility theory* adalah suatu model ekonomi yang lebih menekankan pada cara individu yang benar-benar mengambil keputusan dalam situasi risiko daripada cara yang seharusnya mereka ambil dalam situasi semacam itu.

2.1.3 Asimetri Informasi

Asimetri informasi adalah kondisi ketimpangan informasi yang dimiliki antara satu pihak dengan pihak yang lain dalam kegiatan ekonomi (Otoritas Jasa Keuangan, 2016). Adanya perbedaan kepemilikan informasi disebabkan karena sulitnya investor untuk mendapatkan informasi. Kecil kemungkinan bagi perusahaan untuk memberikan data secara lengkap mengenai kondisi perusahaan karena data tersebut merupakan rahasia perusahaan dan akan dipublikasikan pada waktu yang tepat. Asimetri informasi dibedakan ke dalam dua bentuk dasar, yaitu *hidden knowledge* dan *hidden action*.

Hidden knowledge adalah kondisi di mana satu pihak lebih menguasai informasi terkait kualitas dari produk dan jasa yang sedang diperdagangkan dibandingkan pihak lain, sehingga hadirnya kondisi ini akan menyebabkan *adverse selection*. *Hidden action* didefinisikan sebagai tindakan yang dilakukan oleh satu pihak secara tersembunyi yang mempengaruhi kualitas produk yang diperjualbelikan dengan maksud agar pihak lain tidak mengetahui tindakannya, dan dengan demikian menimbulkan masalah *moral hazard*.

2.1.4 Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Sebuah karya yang berjudul "*Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*" yang diperkenalkan oleh Fama pada tahun 1970 mengenai konsep hipotesis pasar efisien secara garis besar menerangkan bahwa ideal atau tidaknya suatu pasar adalah ketika harga dapat memberikan sinyal yang akurat bagi perusahaan untuk membuat keputusan terkait produksi dan investasi, dan investor dengan bebas dapat memilih surat berharga yang mewakili kepemilikan atas suatu perusahaan dengan berlandaskan anggapan bahwa harga surat berharga tersebut secara penuh telah merepresentasikan semua informasi yang tersedia. Jones (2007:321) menerangkan bahwa harga saham yang terbentuk

mengandung dua jenis informasi. Pertama, semua informasi yang sudah berlalu (misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan kedua, informasi saat ini, termasuk peristiwa yang diumumkan akan terjadi (misalnya *stock split*), serta informasi sifatnya masih berupa perkiraan, misalnya investor yakin akan terjadi penurunan suku bunga, dan dengan begitu, harga akan menyesuaikan dengan keyakinan yang diciptakan sebelum penurunan harga sebenarnya terjadi.

Jones (2007:323) lebih lanjut menerangkan bahwa dalam rangka mencapai pasar yang efisien, terdapat beberapa kondisi yang harus dipenuhi di pasar, yaitu sebagai berikut.

1. Sebagian besar investor tergolong rasional dan berorientasi dalam hal memaksimalkan keuntungan dan secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan memperdagangkan saham. Investor ini adalah *price taker*, artinya investor tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas seorang diri saja.
2. Mudahnya sebuah informasi untuk di akses oleh semua pelaku pasar dalam waktu yang bersamaan membuat pelaku pasar tidak perlu mengeluarkan biaya yang besar untuk memperoleh informasi tersebut.
3. Informasi dibuat secara acak (*random*), artinya setiap informasi yang diumumkan tidak bergantung pada informasi yang lain.
4. Reaksi investor terhadap informasi baru yang dipublikasi sangat responsif dan cepat, sehingga menyebabkan harga saham juga beradaptasi dengan cepat.

Menurut Fama (1970), terdapat tiga jenis hipotesis pasar efisien, yaitu hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dan hipotesis efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

1. Hipotesis Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Dalam hipotesis ini, salah satu jenis informasi yang paling tradisional yang digunakan dalam menilai nilai sekuritas adalah data pasar, di mana data pasar ini mengacu pada semua informasi terkait harga masa lalu. Pada pasar bentuk lemah, data harga historis sudah tercermin dalam harga saat ini dan seharusnya sudah tidak memiliki nilai dalam memprediksi harga saat masa depan. Hal ini sesuai dengan kaidah *random walk* yang memprediksi bahwa perubahan harga hari ini tidak tergantung pada perubahan harga hari sebelumnya (Jones, 2007:325).

2. Hipotesis Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Dalam hipotesis ini, harga sekuritas saat ini dengan cepat mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi yang dimaksud bukan hanya informasi tentang data pasar, tetapi semua data yang diketahui dan tersedia untuk umum, seperti pendapatan, dividen, pengumuman pemecahan saham, pengembangan produk baru, kesulitan pembiayaan, dan perubahan akuntansi. Pasar efisien bentuk setengah kuat menyiratkan bahwa investor tidak dapat bertindak berdasarkan informasi publik yang baru untuk mendapatkan *abnormal return*. Jika pasar mengalami keterlambatan dalam menyesuaikan harga saham berdasarkan informasi yang telah diumumkan dan investor dapat memanfaatkan keterlambatan pasar untuk memperoleh *abnormal return*, maka pasar dikatakan tidak sepenuhnya efisien dalam bentuk setengah kuat (Jones, 2007:325-326).

3. Hipotesis Efisiensi Pasar Bentuk Kuat

Pasar bentuk kuat adalah pasar dengan bentuk yang paling ketat di mana harga saham sepenuhnya merepresentasikan semua informasi, termasuk informasi yang bersifat publik dan non-publik, juga mencakup semua informasi

masa lalu, informasi yang tersebar di masyarakat umum dan bahkan informasi yang hanya diketahui oleh sejumlah individu tertentu. Oleh karena itu, dalam pasar bentuk kuat, tidak ada kesempatan bagi siapapun untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu tertentu (Jones, 2007:326).

Berdasarkan penelitian terdahulu, Kusumaningtyas (2019) menemukan bahwa ketika terjadi *corporate action*, seperti peristiwa *stock split*, pembagian dividen, dan *merger* ditemui adanya perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *corporate action* tersebut yang menandakan bahwa ada reaksi pasar yang terjadi karena informasi lebih dulu di respon dengan baik oleh investor. Dengan demikian, disimpulkan bahwa posisi pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk setengah kuat. Demikian halnya dengan Junaid *et al.* (2021) menemukan bahwa pasar modal Indonesia, khususnya pada sektor transportasi periode sebelum dan pada saat covid-19 berada pada posisi efisien setengah kuat. Hal ini ditandai dengan cepatnya reaksi investor terhadap informasi yang dapat mempengaruhi harga saham sehingga dapat memperoleh *abnormal return*.

2.1.5 Perilaku *Herding* (*Herding Behavior*)

Keynes (1936:81) dalam karyanya yang berjudul *The General Theory of Employment Interest and Money* mendefinisikan *animal spirit* sebagai “a *spontaneous urge to action rather than inaction*”. Konsep ini menggambarkan bahwa manusia masih mempunyai naluri dasar dari *animal* karena pada zaman lampau tidak ada tempat yang aman untuk berlindung menghindari kejaran hewan buas, sehingga manusia zaman dulu memilih mengikuti kelompok besar untuk menghindari serangan hewan buas (Harsalim, 2015). Berlandaskan konsep *animal spirit*, maka lahirlah istilah *herding*. Blasco *et al.* (2012) menyatakan *herding behavior* sebagai tendensi seorang investor yang memilih untuk mengimitasi praktik perdagangan investor lain yang dipandang memiliki informasi yang akurat

daripada informasi dan keyakinan diri sendiri atau mengikuti konsensus pasar. Secara sederhana dapat juga dikatakan sebagai kecenderungan untuk mengikuti tindakan yang diambil oleh investor lain. Investor yang diikuti dalam pengambilan sebuah keputusan biasa disebut *informed* investor dan investor yang mengikuti keputusan investasi pihak lain disebut *uniformed* investor.

Bikhchandani dan Sharma (2001) menyatakan bahwa *herding behavior* dapat ditentukan berdasarkan penyebabnya ke dalam dua bentuk, yaitu *herding* secara rasional atau disebut *unintentional herding* dan *herding* secara rasional atau disebut *intentional herding*.

1. *Unintentional Herding*

Unintentional herding atau *herding* secara rasional adalah perilaku yang terjadi ketika individu berada pada satu situasi yang sama dengan memiliki informasi yang identik yang tidak di desain dengan disengaja, sehingga mereka mengolah informasi yang sama dan menciptakan keputusan di titik yang sama. Dasar dari *herding* yang tidak disengaja ini adalah karena informasi yang dimiliki cukup dan dapat diandalkan untuk menghasilkan suatu keputusan.

2. *Intentional Herding*

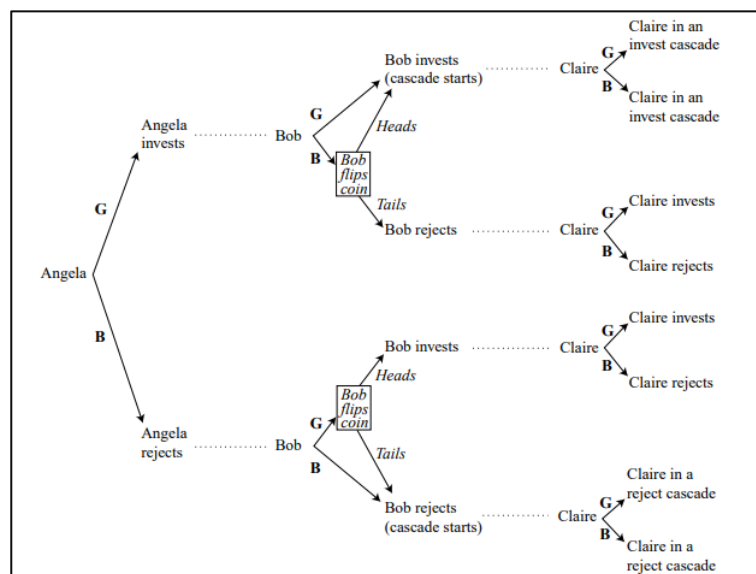
Intentional herding atau *herding* yang disengaja merujuk pada tindakan individu yang secara sengaja mengikuti pilihan yang diambil oleh orang lain karena percaya bahwa orang yang diikuti memiliki pengetahuan yang lebih baik dalam membuat keputusan. Dengan demikian, individu ini cenderung mengabaikan informasi yang dimilikinya sendiri. Fenomena ini muncul karena informasi tidak merata dan kurang dapat diandalkan dalam proses pengambilan keputusan.

Menurut Bikhchandani dan Sharma (2001), ada tiga penyebab terjadinya perilaku *herding* secara rasional di pasar modal, yaitu *information-based herding*, *reputation-based herding*, dan *compensation-based herding*.

1. *Information-based Herding* dan *Cascade*

Ketika investor diperhadapkan pada situasi di mana tidak tersedianya informasi, atau ragu terhadap informasi yang dimiliki, maka keputusan yang di ambil cenderung mengikuti keputusan investor lain yang memiliki informasi lebih baik dari pada mengikuti sinyal yang dimilikinya, hal ini disebut *cascade*.

Gambar 2.1 Diagram *cascade*



Sumber: Bikhchandani dan Sharma, 2001

Dari gambar di atas terlihat jelas bahwa keputusan Angela untuk berinvestasi mempengaruhi peluang keputusan Claire untuk juga berinvestasi sebesar 75%. Dengan demikian, keputusan Angela dan Bob dapat dikatakan menjadi *cascade* yang mempengaruhi keputusan Claire untuk berinvestasi sebesar 50%. *Cascade* hanya dapat terjadi hanya jika para investor pendahulu

memiliki keputusan untuk berinvestasi lebih besar dari pada keputusan untuk tidak berinvestasi para pendahulunya yang lain (Wijaya dan Meirisa, 2019).

2. *Reputation-based Herding*

Tingkat kemampuan yang dimiliki oleh setiap manajer investasi tentunya berbeda-beda. Semakin tinggi kemampuan manajer investasi, maka semakin baik pula kemampuannya untuk dapat membedakan sinyal informasi dari *noise*, sehingga manajer investasi bisa mengacu pada sinyal tersebut. Sebaliknya, manajer investasi yang kemampuannya rendah hanya memperoleh sinyal informasi *noise* sehingga keputusannya didasarkan pada *noise* yang diperolehnya. Dengan begitu, reputasi manajer investasi tetap terjaga sekalipun nantinya salah dalam mengambil keputusan sebab manajer investasi lainnya juga menerima sinyal yang sama (Wijaya dan Meirisa, 2019).

3. *Compensation-based Herding*

Kompensasi yang diterima oleh manajer investasi apabila diukur melalui kinerja portofolionya, maka akan menyebabkan portofolio menjadi tidak efisien karena manajer investasi selalu membandingkan kinerjanya dengan kinerja *benchmark*. Adanya skema kompensasi menjadi alasan manajer investasi meniru kinerja *benchmark*, karena pada faktanya kompensasi yang diterima akan menurun jika kinerja manajer buruk, sehingga mereka berusaha sebisa mungkin supaya kinerja portofolionya di atas kinerja *benchmark* (Bikhchandani dan Sharma, 2001).

2.1.6 Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi pasar adalah suatu konsep dalam bisnis yang mencerminkan nilai total atas saham suatu perusahaan. Ketertarikan investor terhadap perusahaan dengan harga saham yang tinggi akan meningkatkan kapitalisasi pasar perusahaan (Fitriani, 2021). Nilai dari kapitalisasi pasar dapat diukur dengan

mengalikan jumlah lembar saham yang terdaftar (*listed share*) dengan harga penutupan saham (*closing price*) di periode tersebut. Dengan demikian, nilai kapitalisasi pasar suatu perusahaan merupakan nilai atas banyaknya saham yang beredar di pasar (Yutanesy dan Suhendah, 2022:165).

Meningkatnya nilai kapitalisasi pasar suatu perusahaan menjadi magnet bagi investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Nilai kapitalisasi pasar yang besar berbanding lurus dengan ukuran perusahaan yang menandakan bahwa semakin besar kapitalisasinya maka semakin besar pula ukuran perusahaannya. Investor dapat menilai suatu perusahaan memiliki risiko yang rendah dan potensi pertumbuhan yang besar di masa yang akan datang berdasarkan tingkat kapitalisasinya. Kapitalisasi pasar sebuah perusahaan dapat menjadi *benchmark* bagi investor untuk memutuskan pilihan investasinya. Investor juga meyakini bahwa potensi pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan dapat memberikan hasil yang maksimal, utamanya dalam hal *return* saham.

Menurut Ramli *et al.* (2016), biasanya saham-saham yang berkapitalisasi kecil umumnya memiliki tingkat informasi yang lebih terbatas jika dibandingkan dengan saham-saham berkapitalisasi besar. Peneliti di pasar modal cenderung melakukan riset untuk saham-saham besar karena dipandang dapat memberikan keuntungan yang lebih besar, karena lebih *liquid*.

2.1.7 Return Saham

Hartono (2019:284) mendefinisikan *return* sebagai keseluruhan imbal hasil atas suatu investasi yang dilakukan dalam jangka waktu tertentu. *Return* saham terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* adalah perbedaan antara nilai investasi sekarang dengan nilai periode sebelumnya, yang dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Capital gain (Loss)} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Jika harga investasi periode sebelumnya (P_{t-1}) lebih rendah dari pada harga investasi sekarang (P_t), maka diperoleh *capital gain*. Namun, jika yang terjadi adalah sebaliknya, dalam artian harga investasi periode sebelumnya bernilai lebih tinggi dari pada harga investasi saat ini, maka diperoleh *capital loss*. *Yield* merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Dengan demikian, perhitungan *return* saham dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \quad (2)$$

Notasi:

P_t = harga investasi saat ini

P_{t-1} = harga investasi periode lalu

D_t = harga dividen periodik per lembar rupiah

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang menguji tentang pembuktian faktor-faktor pembentuk fenomena *herding behavior* di pasar modal telah dilakukan oleh beberapa peneliti dalam berbagai penelitian terdahulu, diantaranya sebagai berikut.

Gunawan *et al.* (2011) memfokuskan penelitian dalam mencari bukti perbedaan perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia dan Asia Pasifik sepanjang tahun 2005 hingga tahun 2010. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi apakah terdapat tanda-tanda perilaku *herding* yang terjadi pada saham LQ45, indeks sektoral, dan pasar saham global Asia Pasifik. Penelitian ini menggunakan metode regresi kuantil dengan hasil penelitian memperlihatkan bahwa di pasar saham Indonesia dan global Asia Pasifik terjadi perilaku *herding*

pada kondisi *market stress*, sedangkan pada kondisi *return* saham yang sangat tinggi dan kondisi sedang normal, perilaku investor cenderung rasional.

Chandra (2012) meneliti mengenai pengukuran dan analisis perilaku *herding* pada saham IPO di Bursa Efek Indonesia sepanjang tahun 2007-2011. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi adanya perilaku *herding* pada saham-saham IPO di pasar saham. Untuk mengidentifikasi perilaku *herding*, digunakan persamaan CSAD dari data saham IPO pada hari pertama tahun 2007 hingga tahun 2011 dan data-data harian dihitung menggunakan metode *cross section* dan hasilnya menyatakan bahwa dalam periode pengamatan selama 15 hari, tidak terdapat tingkat *herding* yang signifikan, dan tidak terjadi aktivitas *herding* yang dapat menyebabkan *abnormal return*.

Komalasari (2016) meneliti mengenai dampak asimetri informasi terhadap perilaku *herding* di pasar saham Indonesia tahun 2008. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pasar saham Indonesia menunjukkan adanya perilaku *herding* selama krisis. Model analisis untuk mengukur perilaku *herding* pada penelitian ini adalah menggunakan *capital asset pricing model* (CAPM) dan hasilnya menyatakan bahwa asimetri informasi meningkatkan kemungkinan terjadinya perilaku *herding*. Semakin tinggi ketimpangan informasi antara pedagang yang memiliki informasi dengan pedagang yang tidak memiliki informasi, maka akan menghasilkan dispersi *return* yang juga lebih rendah.

Ramli *et al.* (2016) meneliti mengenai asimetri informasi dan peran *foreign* investor dalam transaksi harian selama krisis periode tahun 2009-2011. Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan bahwa terdapat perilaku *herding* oleh investor domestik yang mengikuti perilaku investor asing di bursa efek Indonesia dan apakah *herding* tersebut dipengaruhi oleh asimetri informasi dengan pengujian hipotesis menggunakan analisis *vector autoregression* (VAR). Penelitian yang

dilakukan ini menyatakan bahwa terjadi perilaku *herding* beli, *herding* jual, dan keduanya di pasar saham Indonesia.

Fransiska *et al.* (2018) meneliti mengenai perilaku *herding* pada saham perusahaan yang terindeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia sepanjang tahun 2014-2016. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dampak *market capitalization* dan *return* terhadap perilaku *herding* dan menggunakan *vector autoregression* (VAR) yang diproksikan oleh uji kausalitas granger, *impulse response function* (IRF), dan *variance decomposition* sebagai metode analisis dalam penelitian ini. Variabel dalam penelitian ini, yaitu *market capitalization*, *return*, dan perilaku *herding*. Hasil penelitian menggunakan uji kausalitas granger mengungkapkan adanya hubungan dinamis antara ukuran perusahaan dan perilaku *herding*, serta antara *return* pasar dan perilaku *herding*. Hasil penelitian menggunakan *variance decomposition* dan *impulse response function* menunjukkan bahwa *size* perusahaan memiliki pengaruh yang besar dalam menentukan perilaku *herding* dibandingkan *return* pasar.

Rahman dan Ermawati (2019) meneliti mengenai perilaku *herding* di pasar saham ASEAN-5+US. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perilaku *herding* dan mengkaji aspek-aspek yang dapat memicu perilaku *herding* di pasar saham ASEAN-5+US. Penelitian ini diuji melalui metode *newey west coefficient estimator*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor global yang dapat mempengaruhi perilaku *herding* adalah *fed fund rate*, faktor regional yang sangat mempengaruhi terjadinya *herding* adalah *cross market herding* dari pergerakan pasar saham Singapura, dan faktor domestik yang mempengaruhi terjadinya perilaku *herding* adalah *dummy market up* dan *dummy market low*.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1	Gunawan, Hari Wijayanto, Noer Azam Achsani, dan La Ode Abdul Rahman (2011)	Perilaku <i>herding</i> , <i>return</i>	Regresi kuantil	Pasar saham Indonesia dan global Asia Pasifik terjadi perilaku <i>herding</i> pada kondisi <i>market stress</i> , sedangkan pada kondisi <i>return</i> saham yang sangat tinggi dan kondisi sedang normal, perilaku investor cenderung rasional.
2	Maximilian Chandra (2012)	Perilaku <i>herding</i> , <i>Abnormal</i> <i>return</i>	Persamaan CSAD Regresi silang	Tingkat <i>herding</i> tidak signifikan terjadi pada periode 15 hari pengamatan dan tidak terjadi aktivitas <i>herding</i> yang dapat menghasilkan <i>abnormal return</i> .
3	Puput Tri Komalasari (2016)	<i>Return</i> <i>dispersion</i> , <i>market</i> <i>return</i> , asimetri informasi	<i>Capital asset</i> <i>pricing model</i>	Asimetri informasi memungkinkan terjadinya perilaku <i>herding</i> . Semakin tinggi kesenjangan informasi antara pedagang yang memiliki informasi dengan pedagang yang tidak memiliki informasi mendorong dispersi <i>return</i> yang lebih rendah.

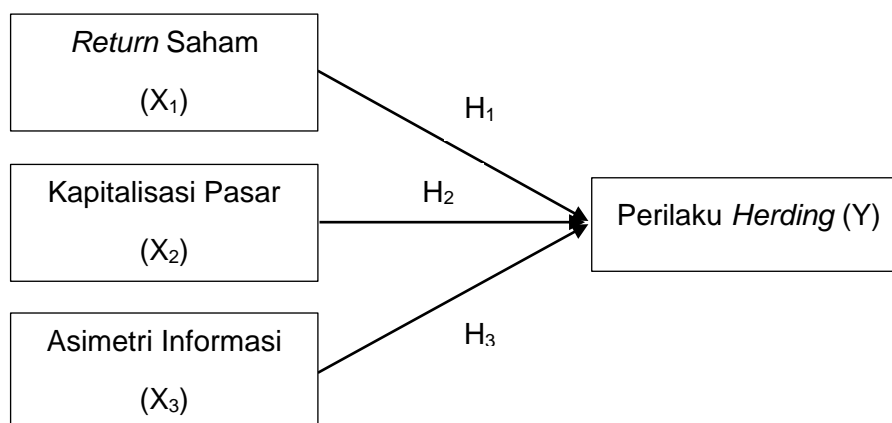
Lanjutan Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
4	Ishak Ramli, Sukrisno Agoes, dan Ignatius Roni Setyawan (2016)	Perilaku <i>herding</i> , asimetri informasi	<i>Vector autoregression</i> (VAR)	Terjadi perilaku <i>herding</i> beli, <i>herding</i> jual, dan keduanya di pasar saham Indonesia. Aksi beli berlanjut hingga tahun 2010, namun aksi jual menurun drastis.
5	Maria Fransiska, Sumani, Willy, Stevanus Pangestu (2018)	<i>Market capitalization</i> , <i>return</i> , perilaku <i>herding</i>	VAR, IRF, <i>variance decomposition</i>	Dijumpai hubungan dinamis antara <i>size</i> perusahaan dan <i>return</i> pasar terhadap perilaku <i>herding</i> . <i>Size</i> perusahaan memiliki pengaruh yang besar dalam menentukan perilaku <i>herding</i> dibandingkan <i>return</i> pasar.
6	Rahlajandi Eki Rahman dan Ermawati (2019)	Perilaku <i>herding</i> , faktor global, faktor regional, faktor domestik	<i>Newey west coefficient estimator</i>	Faktor global yang dapat mempengaruhi perilaku <i>herding</i> adalah <i>fed fund rate</i> , faktor regional yang sangat mempengaruhi terjadinya <i>herding</i> adalah <i>cross market herding</i> , dan faktor domestik yang mempengaruhi terjadinya perilaku <i>herding</i> adalah <i>dummy market up</i> dan <i>dummy market low</i> .

2.3 Kerangka Penelitian

Kerangka penelitian ini disusun untuk mempermudah memahami alur penelitian terhadap permasalahan yang akan dikaji. Agar keterkaitan antarvariabel menjadi lebih jelas, kerangka penelitian ini digambarkan sebagai berikut.

Gambar 2.2 Kerangka Penelitian



Sumber: Diolah oleh peneliti, Mei 2023.

2.4 Hipotesis Penelitian

Dari berbagai teori pendukung dan penelitian terdahulu yang telah dipaparkan, penulis mencoba merumuskan dugaan sementara sebagai dasar untuk melanjutkan penelitian ini. Penelitian yang dilakukan ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan apakah *return* saham, kapitalisasi pasar, dan asimetri informasi dapat membentuk perilaku *herding* di pasar saham Indonesia. Berangkat dari tujuan penelitian, teori pendukung, dan riset terdahulu, maka peneliti membangun hipotesis sebagai berikut.

2.4.1 Pengaruh *Return* Saham terhadap *Herding Behavior*

Imbal hasil secara keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode waktu yang telah dilakukan disebut sebagai *return*. *Return* saham terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. Pada umumnya, investor melakukan investasi sebagai salah satu cara untuk memaksimalkan kemakmuran diri dengan mengharapkan *return* yang akan diterima di kemudian hari. Berdasarkan *signalling theory*, keberadaan sebuah informasi menjadi sesuatu yang sangat penting untuk diketahui oleh investor dalam memutuskan investasi. Tersedianya informasi yang lengkap, relevan, akurat, dan terkini sangat diperlukan oleh investor untuk membuat keputusan investasi. Sebuah informasi setidaknya memiliki dua muatan, yaitu *good news* dan *bad news*. Ketika terjadi kenaikan perolehan *return*, misalnya dividen, maka hal tersebut dipandang sebagai sinyal positif yang menimbulkan pergerakan harga saham bereaksi positif, tetapi ketika dividen mengalami penurunan, maka akan dipandang sebagai *bad news* yang menimbulkan pergerakan harga saham yang merespon negatif, sehingga pengumuman kenaikan dan penurunan dividen berdampak juga pada kenaikan dan penurunan harga saham. Ketika harga saham berada dalam kondisi positif sebagai akibat atas banyaknya permintaan saham, maka akan berdampak pada *return* yang diperoleh (Rachmawati dan Suhermin, 2019).

Penelitian yang dilakukan oleh Fransiska *et al.* (2018) menemukan ada hubungan dinamis antara *return* pasar terhadap perilaku *herding*, di mana *return* pasar yang tinggi dapat menyebabkan perilaku *herding*. Demikian juga dengan riset yang dilakukan oleh Venezia *et al.* (2011) yang mengungkapkan bahwa *return* dapat mempengaruhi perilaku *herding*. Oleh karena itu, hipotesis yang dibangun oleh peneliti adalah sebagai berikut.

H₁ : *Return* saham dapat menyebabkan perilaku *herding* di pasar saham.

2.4.2 Pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap *Herding Behavior*

Kapitalisasi pasar adalah suatu konsep dalam bisnis yang mencerminkan nilai total atas saham suatu perusahaan. Ketertarikan investor terhadap perusahaan dengan harga saham yang tinggi akan meningkatkan kapitalisasi pasar perusahaan. Biasanya, saham dengan *market cap* yang rendah memiliki informasi yang lebih sedikit dibandingkan saham-saham yang besar. Oleh karena itu, saham-saham kecil biasanya kurang diteliti oleh peneliti di pasar modal karena mempertimbangkan biaya riset yang cukup tinggi. Peneliti di pasar modal cenderung melakukan riset untuk saham-saham besar karena dipandang dapat memberikan keuntungan yang lebih besar (Ramli *et al.* 2016).

Mengacu pada *signalling theory*, manajemen perusahaan terdorong untuk mengarahkan investor dalam memperoleh wawasan mengenai prospek perusahaan di masa mendatang dengan menyuguhkan informasi mengenai perkembangan perusahaan. Fakta tentang kapitalisasi pasar suatu perusahaan menjadi amat penting bagi para investor dalam membentuk keputusan investasi. Kapitalisasi pasar perusahaan yang besar biasanya sangat diminati oleh investor, salah satu alasannya karena mendistribusikan dividen secara berkala, sehingga investor berbondong-bondong untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut.

Dalam penelitian Fransiska *et al.* (2018), hasil yang didapatkan adalah bahwa faktor kapitalisasi pasar dapat memicu investor berlaku *herding* dengan alasan keamanan berinvestasi. Investor meyakini bahwa berinvestasi di saham yang berkapitalisasi besar adalah aman karena jika sewaktu-waktu terjadi *collapse*, maka perusahaan tidak akan runtuh seketika. Oleh karena itu, hipotesis yang dibangun oleh peneliti adalah sebagai berikut.

H₂ : Kapitalisasi pasar dapat menyebabkan perilaku *herding* di pasar saham

2.4.3 Pengaruh Asimetri Informasi terhadap *Herding Behavior*

Blasco *et al.* (2012) mendefinisikan *herding behavior* sebagai tendensi seorang investor yang memilih untuk mengimitasi praktik perdagangan investor lain yang dipandang memiliki informasi yang akurat daripada informasi dan keyakinan diri sendiri atau mengikuti konsensus pasar. Perbedaan informasi yang dimiliki oleh setiap investor, baik dari segi jumlah maupun dari segi kualitas dapat memicu terjadinya perilaku *herding*. Adanya ketimpangan informasi yang dimiliki antara satu pihak dengan pihak yang lain dalam kegiatan ekonomi, di mana satu pihak lebih menguasai informasi dibandingkan pihak yang lain disebut sebagai asimetri informasi. Asimetri informasi dapat menyebabkan terbentuknya perilaku *herding* karena adanya keraguan terhadap kredibilitas informasi yang dimiliki.

Mengacu pada *signalling theory*, pihak manajemen perusahaan perlu mengarahkan investor mengenai pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan di masa depan. Disparitas informasi antara berbagai pihak dapat memunculkan ketidakpastian. Ketika berada dalam situasi yang tidak pasti, investor cenderung meyakini bahwa individu yang memiliki akses pada informasi akan membuat keputusan yang lebih optimal, sehingga mereka akan mengikuti investor yang memiliki akses terhadap informasi tersebut. (Sugiantara, 2022).

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Komalasari (2016), ditemukan hasil bahwa asimetri informasi memperkuat kemungkinan terjadinya perilaku *herding*. Semakin tinggi asimetri informasi antara *informed trader* dan *uninformed trader* mendorong dispersi *return* menjadi lebih rendah. Oleh karena itu, hipotesis yang dibangun oleh peneliti adalah sebagai berikut.

H₃ : Asimetri informasi dapat menyebabkan perilaku *herding* di pasar saham