

## Perilaku Herding pada Investor Indonesia : Studi Kasus pada Ukuran dan Return Saham LQ45

Shendy Amalia<sup>1\*</sup>, Muhammad Bayu Aji Sumantri<sup>2</sup>

Universitas Widyatama<sup>1,2</sup>

shendy.amalia@widyatama.ac.id, muhammad.bayu@widyatama.ac.id

\*Corresponding Author

### ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh ukuran (size) dan return saham terhadap perilaku herding pada saham LQ45 di pasar saham Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harga saham LQ45 selama periode 2021-2022 dengan data per bulan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah Vector Autoregression (VAR) yaitu metode analisis statistik multivariat yang digunakan untuk menganalisis hubungan sebab-akibat (causal relationship) antara dua atau lebih variabel. Dalam kesimpulan penelitian ini, penulis menggunakan beberapa metode analisis, yaitu VAR, Uji Stationeritas, Uji Lag Optimal, dan uji Kausalitas Granger. Hasil dari analisis VAR, khususnya uji Kausalitas Granger, menunjukkan adanya hubungan dinamis antara ukuran (size) dan perilaku herding serta antara return pasar dan perilaku herding. Hasil analisis semua kasus, hipotesis nol ( $H_0$ ) tidak dapat ditolak, menunjukkan bahwa hubungan kausalitas antar variabel yang diamati tidak bermakna. Implikasi dari temuan ini adalah penting bagi investor, perusahaan, dan regulator pasar modal untuk mengembangkan strategi investasi yang lebih efektif dan regulasi pasar modal yang lebih baik.

**Keywords :** Herding, Ukuran (Size), Return Saham, LQ45

### 1. Pendahuluan

Perilaku herding merupakan fenomena yang terjadi ketika investor cenderung mengikuti tindakan yang dilakukan oleh investor lainnya tanpa melakukan analisis fundamental secara menyeluruh terlebih dahulu. Fenomena ini banyak terjadi di pasar keuangan dan dapat mempengaruhi harga saham, volume perdagangan, dan volatilitas pasar. Terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi perilaku herding, di antaranya adalah ukuran (size) pasar dan return saham.

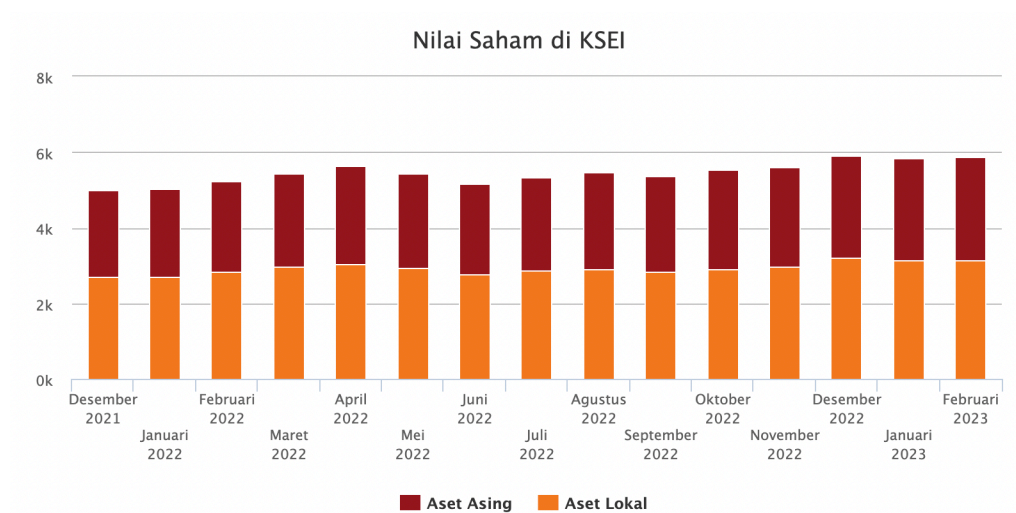
Di Indonesia, pasar saham memiliki peran penting dalam perekonomian nasional. Perdagangan saham di pasar modal Indonesia terus mengalami perkembangan seiring dengan pertumbuhan ekonomi. Salah satu indeks saham yang paling terkenal di Indonesia adalah indeks LQ45 yang mencakup 45 saham perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar dan likuiditas yang tinggi.

Dalam konteks Indonesia, terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang telah dilakukan untuk mengetahui perilaku herding pada investor di pasar modal Indonesia, namun sebagian besar penelitian tersebut lebih berfokus pada saham individual dan belum mempertimbangkan faktor ukuran pasar. Oleh karena itu, penelitian ini akan membahas pengaruh ukuran pasar dan return saham terhadap perilaku herding pada saham LQ45 di pasar modal Indonesia.

Investasi merupakan indikator dari pertumbuhan ekonomi. Selama beberapa tahun terakhir, pasar modal Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan yang pesat, sejalan dengan pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan. Hal ini ditunjukkan oleh tren positif yang terus meningkat pada IHSG (Indonesia Stock Exchange Composite Index). Terutama pada tahun 2021 Indeks harga saham gabungan (IHSG) secara year to date (ytd), sejak 30 Desember 2020 hingga 30 Desember 2021, tumbuh 10,08% dari posisi 5.979 ke 6.581,4. Pada perdagangan hari ini atau hari terakhir perdagangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2021, IHSG sempat mencapai level

tertinggi (intraday) di posisi 6.613. Namun, ditutup melemah 0,29% ke posisi 6.581,4. (Bursa Efek Indonesia, 2021).

Seiring dengan kemajuan teknologi keuangan, investor mampu melakukan transaksi saham dengan mudah. Ketersediaan perdagangan elektronik yang disediakan oleh berbagai broker saham, memicu peningkatan jumlah investor. Peningkatan jumlah investor di Indonesia tercermin dari pertumbuhan kepemilikan saham. Tabel 1 menampilkan kepemilikan saham LQ45 berdasarkan jenis investor.



\*\*) Grafik dalam triliun rupiah

Source: PT Kustodian Sentral Efek Indonesia

Tabel 1. Kepemilikan Saham LQ45 Berdasarkan Jenis Investor

| No | Bulan          | Aset Lokal | Aset Asing | Total     |
|----|----------------|------------|------------|-----------|
| 1  | Desember 2021  | 2,699.663  | 2,286.065  | 4,985.728 |
| 2  | Januari 2022   | 2,704.575  | 2,314.297  | 5,108.872 |
| 3  | Februari 2022  | 2,824.857  | 2,405.845  | 5,230.702 |
| 4  | Maret 2022     | 2,970.581  | 2,463.533  | 5,434.114 |
| 5  | April 2022     | 3,047.590  | 2,599.681  | 5,647.271 |
| 6  | Mei 2022       | 2,947.046  | 2,503.893  | 5,450.939 |
| 7  | Juni 2022      | 2,782.934  | 2,388.163  | 5,171.097 |
| 8  | Juli 2022      | 2,885.075  | 2,442.448  | 5,327.523 |
| 9  | Agustus 2022   | 2,913.420  | 2,541.555  | 5,454.975 |
| 10 | September 2022 | 2,843.554  | 2,526.715  | 5,370.269 |
| 11 | Oktober 2022   | 2,896.878  | 2,630.472  | 5,527.350 |
| 12 | November 2022  | 2,961.074  | 2,656.030  | 5,617.104 |
| 13 | Desember 2022  | 3,222.195  | 2,699.401  | 5,921.596 |
| 14 | Januari 2023   | 3,151.103  | 2,700.623  | 5,851.726 |
| 15 | Februari 2023  | 3,127.486  | 2,730.049  | 5,857.535 |

\*\*) Data dalam triliun rupiah

Investor asing individu fluktuatif dibandingkan dengan tipe investor lainnya. Jumlahnya mencapai puncak pada akhir Februari 2023 dan diikuti dengan menurunnya jumlah investor asing pada bulan-bulan sebelumnya, sebelum meningkat kembali di akhir 2023, Perbedaan tren ini diduga disebabkan oleh asimetri informasi, yaitu kondisi di mana satu pihak dalam transaksi memiliki lebih banyak informasi daripada yang lain. Asimetri seperti itu akan

menghasilkan keputusan investasi yang berbeda dan akan menyebabkan perilaku herding yang tidak rasional, yang membuat pasar menjadi tidak efisien.

Perilaku herding terjadi ketika seorang investor membuat keputusan investasi yang mengikuti investor lain di pasar, daripada melalui analisis yang akurat. Hal ini dapat disebabkan oleh keyakinan bahwa investor lain memiliki informasi yang lebih baik dan keputusan mereka lebih sedikit berisiko. Namun, perilaku ini dapat dianggap sebagai perilaku yang tidak rasional dan dapat menyebabkan ketidakstabilan di pasar keuangan karena mengabaikan informasi penting dan fundamental. Baddeley (2012).

Menurut Suryanto, Suhartono, dan Wijayanto (2021) dalam jurnal yang berjudul *Do sentiment and attention affect herding behavior in the Indonesian stock market?* Dimana Jurnal ini mempelajari pengaruh sentimen dan perhatian terhadap perilaku herding di pasar saham Indonesia. Penulis menggunakan metode analisis regresi untuk mengevaluasi pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap perilaku herding pada data saham dari indeks LQ45 periode 2021-2022 yang dibuat secara per bulan. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa sentimen dan perhatian dapat mempengaruhi perilaku herding pada pasar saham Indonesia.

Dalam jurnal *Determinants of Herding Behavior Among Institutional Investors in the Nigerian Stock Market* yang ditulis oleh Akinwumi, Oladele, dan Ogunjobi pada tahun 2021, hasil penelitian menunjukkan bahwa volatilitas pasar saham dan struktur kepemilikan dapat mempengaruhi perilaku herding di antara investor institusional di pasar saham Nigeria. Dalam penelitian ini, para peneliti menemukan bahwa investor institusional cenderung mengikuti tren pasar dan kurang mempertimbangkan informasi fundamental perusahaan, yang dapat menyebabkan ketidakstabilan pasar. Penelitian ini memberikan pemahaman baru mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku herding di pasar saham Nigeria.

Sementara itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh Nugroho dan Iswanto pada tahun 2017 menunjukkan adanya perilaku herding yang terjadi di pasar saham Indonesia, khususnya pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ45. Herding yang terjadi umumnya bersifat negatif, di mana investor mengikuti tren penurunan pasar dan cenderung tidak memperhatikan informasi fundamental perusahaan. Penelitian ini memberikan gambaran tentang kecenderungan perilaku herding di pasar saham Indonesia, yang dapat memberikan informasi penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi di pasar saham Indonesia.

Rahayu dan Budiyo (2015). Hasil penelitian menunjukkan adanya perilaku herding yang terjadi di pasar saham Indonesia, terutama pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ45 dan IHSG. Faktor yang menyebabkan perilaku herding tersebut antara lain informasi asimetris, ekspektasi keuntungan yang sama, dan tekanan sosial. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa perilaku herding terjadi terutama pada saat kondisi pasar sedang tidak stabil, atau terjadi gejolak. Selain itu, investor institusional di Indonesia cenderung melakukan perilaku herding lebih banyak daripada investor individu. Kesimpulannya, penelitian ini menunjukkan adanya perilaku herding di pasar saham Indonesia dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Jika terjadi perilaku herding di pasar, maka faktor-faktor penyebab dan konsekuensinya harus diidentifikasi karena hal ini dapat menjelaskan anomali pasar yang menyebabkan ketidakefisienan pasar, yaitu nilai saham tidak akurat. Selain itu, hal ini dapat membantu investor untuk membuat keputusan yang lebih baik dan terinformasi dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi arah pasar saham. Dengan menilai interaksi dinamis antara herding, return, dan aktivitas perdagangan, investor akan lebih terinformasi dalam memprediksi, mengantisipasi, dan menanggapi anomali herding. Oleh karena itu, sangat penting untuk memahami perilaku herding di pasar saham agar investor dapat membuat keputusan investasi yang lebih baik.

## 2. Tinjauan Pustaka

### *Herding behaviour*

*Herding behaviour* adalah suatu fenomena di mana individu atau kelompok cenderung mengikuti tindakan atau keputusan yang diambil oleh mayoritas tanpa melakukan evaluasi yang cukup terhadap informasi yang tersedia (Bikhchandani, Hirshleifer, & Welch, 1992). *Herding behaviour* umumnya terjadi karena adanya keinginan untuk mengurangi ketidakpastian dan meningkatkan rasa aman dalam pengambilan keputusan (Cont & Larrain, 2020).

*Herding behaviour* dapat terjadi dalam berbagai situasi, termasuk di pasar keuangan (Kwon & Yang, 2021), perilaku konsumen (Chen, Hu, & Zhang, 2021), dan pengambilan keputusan kelompok (Lei & Yao, 2021). *Herding behaviour* dapat menyebabkan efek domino dalam pengambilan keputusan, di mana individu atau kelompok mengikuti tindakan orang lain secara otomatis tanpa mempertimbangkan alternatif lain (Gao & Zhang, 2020).

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi *herding behaviour* antara lain informasi yang tersedia, kepercayaan diri, dan pengaruh sosial (Wang, Zhou, & Zhu, 2021). Cont dan Larrain (2020) menemukan bahwa *herding behaviour* dapat terjadi ketika para investor mencoba untuk meniru tindakan investor lain dalam rangka mencari informasi yang tepat atau untuk mengurangi risiko. Gao dan Zhang (2020) menemukan adanya *herding behaviour* pada platform peer-to-peer lending di China, di mana para investor cenderung mengikuti tindakan investor lain ketika mereka memiliki sedikit informasi atau ketidakpastian tentang kredit yang ditawarkan oleh peminjam.

Kwon dan Yang (2021) menunjukkan adanya *herding behaviour* pada pasar saham AS dalam jangka pendek. Mereka menyatakan bahwa *herding behaviour* muncul ketika investor terlalu fokus pada informasi publik dan mengabaikan informasi pribadi yang dapat mereka peroleh dari pengalaman investasi mereka sendiri. Chen, Hu, dan Zhang (2021) menemukan adanya *herding behaviour* pada perilaku konsumen online, di mana pengguna cenderung mengikuti ulasan produk dari pengguna lain secara berlebihan tanpa mempertimbangkan preferensi mereka sendiri. Lei dan Yao (2021) melakukan studi tentang *herding behaviour* dalam pengambilan keputusan kelompok dan menemukan bahwa *herding behaviour* dapat mempengaruhi kualitas keputusan kelompok, terutama dalam situasi di mana keputusan yang diambil berdampak pada risiko tinggi.

Di Indonesia, Ramli, Agoes, & Setyawan (2016) melakukan penelitian tentang perilaku *herding* dengan mengamati investor domestik yang mengikuti investor asing. Penelitian ini mengkategorikan perilaku *herding* saat pembelian dan penjualan untuk membuktikan efek donasi seperti yang dijelaskan oleh Testa (2012). Data diperoleh dari sejarah perdagangan harian dari tahun 2009 hingga 2011 dan mereka menemukan bahwa investor Indonesia cenderung melakukan *herding*. Perilaku *herding* terus berlanjut bahkan setelah krisis keuangan. Selain itu, mereka menemukan bahwa perilaku *herding* saat penjualan disebabkan khususnya oleh informasi asimetris; penjualan panik karena adanya *herd mentality*.

Dalam penelitian ini, Ramli, Agoes, & Setyawan (2016) menemukan bahwa investor Indonesia cenderung melakukan perilaku *herding*. Hal ini terlihat dari kategori pembelian dan penjualan yang dilakukan oleh investor dalam mengikuti tindakan investor asing. Selain itu, hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku *herding* saat penjualan disebabkan oleh adanya informasi asimetris, di mana investor melakukan penjualan panik karena adanya *herd mentality*. Hal ini menunjukkan bahwa investor cenderung mengambil keputusan berdasarkan tindakan mayoritas tanpa mempertimbangkan informasi yang tersedia secara menyeluruh. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa perilaku *herding* terus berlanjut bahkan setelah krisis keuangan, yang menunjukkan bahwa faktor eksternal seperti krisis keuangan tidak secara signifikan mempengaruhi perilaku *herding*.

Herd behavior, variabel dependen dalam penelitian ini, adalah kecenderungan investor untuk mengikuti keputusan investasi investor lain. CSAD (Cross Sectional Absolute Deviation) digunakan untuk mengukur dispersi return (Christie & Huang, 1995).

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

Di mana  $R_{i,t}$  adalah return saham  $i$  untuk periode  $t$  dan  $R_{m,t}$  adalah rata-rata return lintas-seksi. Chang, Cheng, dan Khorana (2000) kemudian memodifikasi persamaan (1) dengan menggunakan CSAD sebagai proksi perilaku kawanan di mana  $R_m$  merupakan proksi untuk return pasar yang diharapkan, diekspresikan dalam regresi berikut:

$$CSAD_t = \alpha + \beta |R_{m,t}| + \gamma R_{m,t}^2 + \varepsilon_t$$

$|R_{m,t}|$  adalah return pasar agregat absolut dan  $R_{m,t}^2$  adalah kuadrat return pasar.  $\gamma$  menunjukkan hubungan non-linear antara kuadrat return pasar dan CSAD; nilai negatif dan signifikan menunjukkan adanya perilaku kawanan. Dengan menggunakan deviasi absolut lintas-seksi dari return (CSAD) sebagai ukuran dispersi, ditunjukkan bahwa model penetapan harga aset yang rasional memprediksi tidak hanya bahwa dispersi return ekuitas adalah fungsi yang meningkat dari return pasar, tetapi juga bahwa hubungannya adalah linear. Jika peserta pasar cenderung mengikuti perilaku pasar agregat dan mengabaikan prioritas mereka sendiri selama periode pergerakan harga rata-rata yang besar, maka hubungan linear dan meningkat antara dispersi dan return pasar tidak akan lagi berlaku. Sebagai gantinya, hubungan tersebut dapat menjadi meningkat secara non-linear atau bahkan menurun.

### Size (Market Capitalization)

Size atau market capitalization pada saham adalah ukuran yang menggambarkan besarnya nilai pasar suatu perusahaan. Market capitalization dihitung dengan mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga saham pada pasar. Dalam hal ini, market capitalization dapat digunakan untuk membedakan perusahaan berdasarkan ukurannya, seperti perusahaan kecil, menengah, dan besar.

Penelitian oleh Fama dan French (1992) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih baik dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil. Selain itu, penelitian Khurshed dan Docherty (2007) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap risiko investasi, yang berarti perusahaan-perusahaan besar cenderung memiliki risiko investasi yang lebih rendah dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil.

Pengertian market capitalization adalah ukuran penting bagi kesuksesan sebuah perusahaan publik. Ukuran ini juga berkaitan dengan permintaan pasar terhadap saham perusahaan. Jika saham minim permintaan, maka akan mengakibatkan penurunan harga dan mengurangi market capitalization. Market capitalization dapat dihitung menggunakan rumus berikut (Global Mining Investing eBook, 2014):

$$\text{Market capitalization} = \text{Outstanding shares} \times \text{Share price}$$

### Return Saham

Return saham merujuk pada keuntungan atau kerugian yang diperoleh oleh investor dari investasi pada saham. Return saham dapat dihitung dengan membandingkan harga jual dan harga beli saham, atau melalui perhitungan dividen yang diterima investor dari perusahaan.

Menurut Atilgan, Demirtas, dan Erdogan (2014), return saham adalah pengembalian investasi yang diterima investor dari saham dalam jangka waktu tertentu. Return saham dapat dinyatakan dalam bentuk persentase atau nominal, dan dihitung dengan memperhitungkan selisih antara harga jual dan harga beli saham serta pembagian dividen.

$$R_t = \frac{IHS G_t - IHS G_{(t-1)}}{IHS G_{(t-1)}}$$

Di mana  $R_t$  adalah return pasar;  $IHS G_t$  adalah Indeks Komposit Indonesia untuk periode  $t$ ; dan  $IHS G_{t-1}$  adalah Indeks Komposit Indonesia untuk periode satu tahun sebelum  $t$ .

### Hipotesis Penelitian

Untuk menilai fenomena herding pada saham-saham LQ45 dan hubungan sebab-akibatnya yang dinamis, hipotesis-hipotesis berikut dirumuskan:

H1: Terdapat fenomena herding pada saham-saham LQ45 selama periode 2018-2022.

Ketika volatilitas pasar tinggi, investor lebih cenderung mengabaikan opini dan keyakinan mereka sendiri. Mereka akan memilih untuk mengikuti sentimen pasar, yaitu herding.

H2: Terdapat interaksi dinamis antara return pasar dan fenomena herding pada saham-saham LQ45 selama periode 2018-2022.

Return adalah aspek penting dari investasi. Semakin tinggi return, semakin menarik sebuah investasi. Ketika pasar sedang mengalami kenaikan yang signifikan, investor akan membagikan kabar keuntungan mereka; kabar tersebut akan menyebar, dan ini akan memicu herding (Lan & Lai, 2011). Ozsu (2015) menemukan bahwa di Istanbul, return secara signifikan mempengaruhi fenomena herding. Di China, Lan & Lai (2011) juga menemukan adanya kausalitas positif antara return pasar dan herding, serta kausalitas negatif antara herding dan return pasar.

H3: Terdapat interaksi dinamis antara ukuran pasar dan fenomena herding pada saham-saham LQ45 selama periode 2018-2022.

Perusahaan dengan kapitalisasi pasar (size) yang besar umumnya memiliki informasi yang lebih superior. Mereka lebih mampu membuat keputusan investasi yang lebih baik. Pengaruh dari ukuran pasar berkorespondensi dengan teori herding yang berbasis informasi. Teori ini menjelaskan bahwa investor tanpa informasi berkualitas akan tidak yakin tentang pembelian investasi mereka, sehingga mengikuti investor lain.

### 3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif dengan pendekatan studi kasus pada ukuran dan return saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Metode ini dipilih karena tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengukur dan menganalisis perilaku herding pada investor di Indonesia.

### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2021 hingga 31 Desember 2022. Sampel dipilih dengan menggunakan teknik purposive sampling, yaitu dengan memilih saham-saham yang memenuhi kriteria tertentu seperti likuiditas dan keterwakilan sector, khususnya pada perusahaan yang rutin setiap bulannya meng upload laporan keuangannya dari 2021-2022 setiap bulan.

### Data dan Instrumen

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari website Bursa Efek Indonesia dan Yahoo Finance. Data yang diambil mencakup harga saham harian, jumlah saham yang diperdagangkan, dan ukuran pasar dari saham-saham yang terpilih.

Instrumen yang digunakan untuk mengukur perilaku herding adalah Cross Sectional Absolute Deviation (CSAD). CSAD digunakan untuk mengukur deviasi return individu dari rata-rata return pada saat yang sama di dalam kelompok saham.

### Analisis Data

Bagian analisis data menggunakan Eviews dilakukan dengan metode analisis Vector Autoregression (VAR), Uji Stationeri, Uji Lag Optional, dan uji Kausalitas Granger.

Metode VAR digunakan untuk menganalisis hubungan dinamis antara variabel dalam suatu sistem. Dalam penelitian ini, variabel yang dianalisis adalah perilaku herding, ukuran saham, dan return saham pada indeks LQ45. Hasil analisis VAR dapat memberikan informasi mengenai hubungan kausal antar variabel.

Selanjutnya, Uji Stasioneritas adalah metode statistik yang digunakan untuk menilai apakah suatu deret waktu memiliki sifat stasioner atau tidak. Deret waktu stasioner adalah deret waktu yang memiliki mean (rata-rata) dan varians (simpangan baku) yang konstan sepanjang waktu, tanpa tren atau pola berubah-ubah secara signifikan. Uji ini penting dalam analisis ekonometrik dan analisis deret waktu karena banyak model statistik mengasumsikan data yang stasioner pada perilaku herding terhadap ukuran saham dan return saham pada indeks LQ45.

Uji Lag Optimal, di sisi lain, digunakan dalam analisis deret waktu untuk menentukan jumlah lag (periode waktu sebelumnya) yang optimal atau paling cocok dalam memodelkan hubungan antar variabel. Dalam konteks uji lag optimal, penting untuk menemukan jumlah lag yang memungkinkan model untuk menangkap pola atau hubungan yang ada dalam data dengan akurat. Terlalu banyak atau terlalu sedikit lag dapat menghasilkan model yang kurang akurat dalam menjelaskan pola data.

Terakhir, uji Kausalitas Granger digunakan untuk menguji arah hubungan kausal antara variabel. Dalam penelitian ini, uji Kausalitas Granger digunakan untuk menguji arah hubungan kausal antara perilaku herding, ukuran saham, dan return saham pada indeks LQ45.

Dengan menggunakan metode-metode tersebut, dapat diperoleh informasi mengenai hubungan dinamis antar variabel, dampak shock satu variabel terhadap variabel lain, kontribusi masing-masing variabel dalam menjelaskan variansi, serta arah hubungan kausal antara variabel-variabel tersebut pada indeks LQ45.

## 4. Hasil dan Pembahasan

### Analisis Deskriptif

Sebelum kita melakukan serangkaian pengujian pada penelitian, hal yang pertama penulis lakukan adalah pengujian statistic deskriptif. Pengujian ini dilakukan untuk mendeskripsikan dan memberikan gambaran antar variable penelitian. Sehingga hasil yang diperoleh dari pengujian statistic deskriptif tersebut diharapkan dapat memberikan penjelasan secara umum pada masalah yang sedang diamati.

Berikut adalah table analisis deskriptif dari penelitian yang dilakukan :

Tabel 1. Hasil Analisa deskriptif

| No | Nama Perusahaan | Harga Saham |
|----|-----------------|-------------|
| 1  | ADRO            | 2353,333333 |
| 2  | AMRT            | 11044       |
| 3  | ANTM            | 2236,666667 |
| 4  | ARTO            | 7534,125    |
| 5  | ASII            | 5963,958333 |

| No               | Nama Perusahaan | Harga Saham |
|------------------|-----------------|-------------|
| 6                | BBCA            | 7399,375    |
| 7                | BBNI            | 7198,333333 |
| 8                | BBRI            | 4325,5      |
| 9                | BBTN            | 1599,375    |
| 10               | BFIN            | 1038,541667 |
| 11               | BMRI            | 3793,541667 |
| 12               | BRIS            | 1863,125    |
| 13               | BRPT            | 888,5       |
| 14               | BUKA            | 0           |
| 15               | CPIN            | 6019,791667 |
| 16               | EMTK            | 2006,458333 |
| 17               | ERAA            | 546,7916667 |
| 18               | EXCL            | 2625        |
| 19               | GOTO            | 0           |
| 20               | HMSP            | 1052,083333 |
| 21               | HRUM            | 1623,458333 |
| 22               | ICBP            | 8695,833333 |
| 23               | INCO            | 5706,25     |
| 24               | INDF            | 6351,041667 |
| 25               | INDY            | 2076,458333 |
| 26               | INKP            | 8712,083333 |
| 27               | INTP            | 7346,137153 |
| 28               | ITMG            | 25386,45833 |
| 29               | JPFA            | 1620,416667 |
| 30               | KLBF            | 1618,958333 |
| 31               | MDKA            | 3579,166667 |
| 32               | MEDC            | 668,4583333 |
| 33               | MIKA            | 2595        |
| 34               | MNCN            | 916,6666667 |
| 35               | PGAS            | 1457,708333 |
| 36               | PTBA            | 3131,25     |
| 37               | SMGR            | 8103,125    |
| 38               | TBIG            | 2777,916667 |
| 39               | TINS            | 1571,041667 |
| 40               | TLKM            | 3893,333333 |
| 41               | TOWR            | 1155,416667 |
| 42               | TPIA            | 2301,958333 |
| 43               | UNTR            | 25661,45833 |
| 44               | UNVR            | 4806,666667 |
| 45               | WIKA            | 1117,916667 |
| <b>Nilai Max</b> |                 | 25661,45833 |
| <b>Nilai Min</b> |                 | 546,7916667 |
| <b>Rata-rata</b> |                 | 4762,127273 |



Dari tabel tersebut kita dapat memperoleh informasi deskriptif yaitu harga saham yang tertinggi diperoleh oleh UNTR atau yang kita kenal dengan PT United Tractors Tbk (UNTR) memperoleh nilai harga saham tertinggi yaitu sebesar Rp 25.661,45 hal ini dikarenakan UNTR merupakan perusahaan yang bergerak di bidang alat pertambangan, kontraktor pertambangan dan juga memiliki konsensi pertambangan. Komoditas tambang merupakan produk yang pergerakan harganya volatile bergantung permintaan dan penawaran dunia. Semakin tinggi permintaan dan terbatasnya persediaan menyebabkan harga komoditas mengalami kenaikan. Bisnis UNTR yang banyak bersentuhan dengan komoditas tambang tentunya dapat digolongkan sebagai perusahaan siklikal. Tren positif pergerakan harga saham UNTR sejalan dengan mahar emas di pasar global. Tercatat, logam mulia menguat tajam pada akhir perdagangan

Sedangkan untuk nilai terendah diperoleh ERAA atau PT Erajaya Swasembada Tbk dengan perolehan nilai Rp 546,79, hal ini bisa terjadi karena pada tahun 2022, ERAA dan anak usahanya berhasil membuka ratusan gerai baru di Indonesia dan negara lain. Termasuk diantaranya adalah gerai baru untuk brand ASICS di bawah Erajaya Active Lifestyle.

Maka dari itu, tidak heran jika terdapat kenaikan pendapatan perusahaan ini secara YoY pada tahun 2022. Pada akhir 2022, Erajaya berhasil membukukan pendapatan sebesar Rp49 triliun atau naik lebih dari Rp5 triliun dibandingkan dengan pendapatan pada akhir tahun 2021. Meskipun demikian, kenaikan pendapatan perusahaan tidak diikuti dengan kenaikan laba, hal ini karena seiring dengan pembukaan gerai baru, biaya-biaya seperti biaya penjualan dan gaji juga meningkat. Akibatnya, secara tahunan laba perusahaan ini turun dari Rp1,116 triliun menjadi Rp1,113 triliun yang menyebabkan harga sahamnya pun ikut melemah.

Untuk harga saham rata-rata berada diperoleh pada harga Rp 4762,12 dari semua perusahaan-perusahaan yang terdaftar di LQ45.

### **Analisis Data**

Nachrowi & Usman (2006) menyatakan bahwa pemeriksaan terhadap VAR dapat dilaksanakan jika semua variabel yang digunakan memiliki sifat stasioner. Apabila data tidak memenuhi kriteria stasioner, maka langkah pertama yang perlu dilakukan adalah transformasi data. Dalam konteks penelitian ini, dilakukan serangkaian tahapan pengujian menggunakan perangkat lunak Eviews 10. Beberapa tahap pengujian mencakup proses seperti Uji Stasioneritas, Uji Stabilitas Model (VAR), Uji Lag Optimal, Uji Kausalitas Granger, Uji PVAR, Uji IRF (Implus Respon Function), dan Uji VD (Varian Decomposition). Sumber data yang digunakan merupakan laporan publikasi bulanan yang mencakup periode tahun 2021 hingga 2022, dengan menggunakan sebanyak 45 perusahaan yang terdaftar di Index LQ45.

Tahapan pengujian yang dijalankan adalah sebagai berikut:

### **Uji Stasioneritas**

Tahap awal yang penting dalam proses pengujian adalah memeriksa stasioneritas data. Langkah ini dilakukan untuk menentukan apakah data memiliki masalah stasioneritas atau tidak. Untuk mengatasi hal ini, peneliti menjalankan uji akar unit, di mana salah satu metodenya adalah Uji Levin, Lin, & Chu (LLC). Melalui proses ini, peneliti dapat menganalisis setiap variabel pada tingkat dasar (level awal) dan mengambil informasi penting mengenai status stasioneritas data tersebut.

Tabel di atas merupakan output uji akar unit data panel pada seluruh variable penelitian yaitu Return Saham, Market Size dan Herding. Hasil yang diperoleh lebih kecil dari alpha 0,05 yang artinya data tersebut stasioner pada tingkat level. Sehingga tidak perlu dilakukannya transformasi data dan pengujian selanjutnya bisa dilanjutkan.

Tabel 2. Hasil Uji stasioneritas

| Null Hypothesis: RETURN_PASAR has a unit root      |             |        |
|----------------------------------------------------|-------------|--------|
| Exogenous: Constant                                |             |        |
| Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4) |             |        |
|                                                    | t-Statistic | Prob.* |
| Augmented Dickey-Fuller test statistic             | -3.782073   | 0.0097 |
| Test critical values: 1% level                     | -3.769597   |        |
| 5% level                                           | -3.004861   |        |
| 10% level                                          | -2.642242   |        |
| Null Hypothesis: MARKET_SIZE has a unit root       |             |        |
| Exogenous: Constant                                |             |        |
| Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4) |             |        |
|                                                    | t-Statistic | Prob.* |
| Augmented Dickey-Fuller test statistic             | -3.195354   | 0.0372 |
| Test critical values: 1% level                     | -3.857386   |        |
| 5% level                                           | -3.040391   |        |
| 10% level                                          | -2.660551   |        |
| Null Hypothesis: HERDING has a unit root           |             |        |
| Exogenous: Constant                                |             |        |
| Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4) |             |        |
|                                                    | t-Statistic | Prob.* |
| Augmented Dickey-Fuller test statistic             | -1.677148   | 0.0428 |
| Test critical values: 1% level                     | -3.769597   |        |
| 5% level                                           | -3.004861   |        |
| 10% level                                          | -2.642242   |        |

Pada table di atas berisi hasil dari pengujian akar unit pada semua variabel penelitian, seperti Return Saham, Market Size dan Herding. Hasilnya menunjukkan bahwa semua nilai probabilitas yang ditemukan lebih kecil dari 0,05 (contohnya  $0,0372 < 0,05$ ). Ini berarti semua data tersebut tetap stabil pada level dasarnya. Oleh karena itu, tidak perlu melakukan perubahan pada data, dan kita bisa melanjutkan dengan uji berikutnya.

### Uji Stabilitas VAR

Dalam penelitian ini, kami menggunakan metode uji stabilitas yang disebut VAR Stability Condition Check melalui Root of Characteristic Polynomial. Uji stabilitas VAR ini penting dilakukan karena jika hasil estimasi stabilitas VAR tidak stabil, maka hasil analisis terkait Impulse Response Function (IRF) dan Variance Decomposition (VD) tidak akan valid. Hasil uji stabilitas VAR ditentukan dengan melihat apakah semua akar (roots) dalam sistem VAR memiliki nilai modulus (nilai absolut) kurang dari 1. Hasil pengujian stabilitas model VAR menunjukkan hal berikut:

Tabel 3. Hasil Uji Stabilitas VAR

Roots of Characteristic Polynomial  
Endogenous variables: HERDING  
MARKET\_SIZE RETURN\_PASAR  
Exogenous variables: C  
Lag specification: 1 4  
Date: 08/30/23 Time: 22:39

| Root                  | Modulus  |
|-----------------------|----------|
| -0.577603 - 0.712127i | 0.916924 |
| -0.577603 + 0.712127i | 0.916924 |
| 0.485128 - 0.637703i  | 0.801258 |
| 0.485128 + 0.637703i  | 0.801258 |
| 0.607658 - 0.320246i  | 0.686881 |
| 0.607658 + 0.320246i  | 0.686881 |
| -0.633733             | 0.633733 |
| 0.008462 - 0.595805i  | 0.595865 |
| 0.008462 + 0.595805i  | 0.595865 |
| -0.532637             | 0.532637 |
| 0.496260              | 0.496260 |
| 0.002103              | 0.002103 |

No root lies outside the unit circle.  
VAR satisfies the stability condition.

Melalui hasil uji stabilitas VAR yang telah dilakukan, terlihat bahwa semua nilai modulus yang diperoleh berada dalam rentang antara 0.916924 hingga 0.00210. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini, sistem VAR adalah stabil.

Uji Lag Optimal

Pada waktu melakukan pengujian lag optimal, sebelum melakukan penentuan lag optimal harus menentukan lag maksimal model VAR yang stabil. Penelitian ini menentukan panjang lag maksimal yang digunakan adalah lag 1. Penentuan lag optimal mana yang akan kita pilih didasarkan pada kriteria dalam menentukan lag.

Pemilihan jangka waktu yang paling sesuai dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa kriteria informasi. Kriteria-kriteria tersebut meliputi evaluasi hasil Likelihood Ratio (LR), Final Prediction Error (FPE), Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Criterion (SC), dan Hannan-Quinn Criterion (HQ). Hasil dari penentuan jangka waktu optimal dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Uji Lag Optimal

VAR Lag Order Selection Criteria  
 Endogenous variables: HERDING MARKET\_SIZE RETURN\_PASAR  
 Exogenous variables: C  
 Date: 08/30/23 Time: 22:56  
 Sample: 2021M01 2022M12  
 Included observations: 19

| Lag | LogL      | LR       | FPE       | AIC       | SC        | HQ        |
|-----|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 0   | -39.70344 | NA*      | 0.017985  | 4.495099  | 4.644221* | 4.520336  |
| 1   | -29.24330 | 16.51602 | 0.015716* | 4.341400  | 4.937887  | 4.442349* |
| 2   | -27.57114 | 2.112201 | 0.037185  | 5.112751  | 6.156605  | 5.289413  |
| 3   | -16.68134 | 10.31665 | 0.038872  | 4.913826  | 6.405045  | 5.166199  |
| 4   | -1.524705 | 9.572614 | 0.035750  | 4.265758* | 6.204344  | 4.593844  |

\* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Dari tabel di atas, terlihat bahwa pilihan lag optimal adalah lag 4. Hal ini diperlihatkan oleh keberadaan banyak tanda bintang di kolom AIC yaitu pada lag 4. Oleh karena itu, disarankan untuk menggunakan panjang lag 4 dalam penelitian ini.

### Uji Kausalitas Granger

Uji kausalitas Granger dijalankan untuk mengungkapkan adanya interaksi saling mempengaruhi antara variabel, atau dengan kata lain, apakah suatu variabel memiliki dampak yang signifikan sebagai penyebab terhadap variabel lain. Mengingat setiap variabel bisa memiliki pengaruh yang lebih dominan daripada variabel lainnya. Dalam penelitian ini, uji kausalitas Granger dilakukan dengan memilih jangka waktu optimal sebesar 4. Nilai jangka waktu tersebut diambil dari hasil pengujian lag optimal yang tercatat dalam tabel 7. Rincian hasil uji kausalitas dapat ditemukan pada tabel yang disajikan di bawah ini:

Tabel 5. Hasil Uji Kausalitas Granger

Pairwise Granger Causality Tests  
 Date: 08/27/23 Time: 20:14  
 Sample: 2021M01 2022M12  
 Lags: 1

| Null Hypothesis:                                | Obs | F-Statistic | Prob.  |
|-------------------------------------------------|-----|-------------|--------|
| MARKET_SIZE does not Granger Cause RETURN_SAHAM | 22  | 0.00121     | 0.9727 |
| RETURN_SAHAM does not Granger Cause MARKET_SIZE |     | 0.22893     | 0.6378 |
| HERDING does not Granger Cause RETURN_SAHAM     | 22  | 0.07418     | 0.7883 |
| RETURN_SAHAM does not Granger Cause HERDING     |     | 1.31695     | 0.2654 |
| HERDING does not Granger Cause MARKET_SIZE      | 22  | 2.82796     | 0.1090 |
| MARKET_SIZE does not Granger Cause HERDING      |     | 0.34123     | 0.5660 |

Dalam pengujian kausalitas, variabel yang menunjukkan hubungan kausalitas adalah yang memiliki probabilitas  $< 0,05$ . Sebaliknya, jika probabilitas  $> 0,05$ , dapat dianggap bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel tersebut. Dengan merujuk pada hasil uji kausalitas Granger sebelumnya, kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut:

- Kausalitas antara Market Size dengan Return Saham

Variabel Market Size secara statistik tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham, karena perbandingan nilainya sebesar 0,97 lebih besar daripada nilai ambang signifikansi 0,05. Sebaliknya, variabel return saham juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Market Size, karena perbandingan nilainya sebesar 0,63 lebih besar daripada ambang signifikansi yang sama. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas yang bermakna antara variabel Market Size dan return saham, dan hipotesis nol ( $H_0$ ) harus diterima. Ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola ukuran pasar dan kinerja return saham tanpa perlu alokasi sumber daya tambahan untuk mengatasi masalah ini. Implikasinya adalah bahwa konsep keberuntungan yang buruk (bad luck) tidak relevan dalam konteks ini.

- Kausalitas antara Herding dengan Return Saham

Variabel Herding dalam analisis statistik menunjukkan ketidaksignifikan terhadap return saham, karena perbandingan nilainya sebesar 0,78 melebihi ambang signifikansi 0,05. Di sisi lain, variabel return saham juga menunjukkan ketidaksignifikan terhadap Market Size, karena perbandingan nilainya sebesar 0,26 melebihi ambang signifikansi yang sama. Oleh karena itu, simpulan yang dapat diambil adalah bahwa tidak terdapat hubungan kausalitas yang signifikan antara variabel Herding dan return saham, sehingga hipotesis nol ( $H_0$ ) tidak dapat ditolak. Tindakan ketika banyak investor mengikuti mayoritas atau tren pasar saat ini dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini sering terjadi tanpa analisis mendalam, berdasarkan dorongan untuk menghindari risiko atau karena sentimen pasar. Meskipun dapat muncul dari alasan yang wajar, herding dapat menyebabkan volatilitas pasar yang tidak rasional dan merugikan keputusan investasi yang rasional. Sebagai investor, penting untuk mengambil keputusan berdasarkan informasi yang kuat dan analisis yang mendalam daripada hanya mengikuti arus pasar. Hal ini dapat disimpulkan bahwa fenomena herding tidak mempengaruhi return saham.

- Kausalitas antara Herding dengan Market Size

Variabel Herding secara statistik tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap market size, karena perbandingan nilainya yaitu 0,10 lebih besar daripada nilai ambang 0,05 yang menunjukkan tingkat signifikansi. Begitu pula, variabel market size juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Herding, karena perbandingan nilainya yaitu 0,56 juga lebih besar daripada nilai ambang yang sama. Karena itu, simpulan yang dapat diambil adalah bahwa tidak ada hubungan yang signifikan antara variabel Herding dan market size, dan hipotesis nol ( $H_0$ ) tidak dapat ditolak. Dalam konteks ini, tidak ada bukti dari perilaku herding karena ukuran pasar, yang diukur dari kapitalisasi pasar, tidak signifikan mempengaruhi tindakan kolektif yang mengikuti tren pasar secara berlebihan.

## 5. Penutup

### Kesimpulan

1. Dalam pengujian kausalitas, hubungan antar variabel dapat ditentukan berdasarkan probabilitasnya. Jika probabilitas  $< 0,05$ , terdapat hubungan kausalitas; sebaliknya, jika probabilitas  $> 0,05$ , tidak ada hubungan kausalitas yang dapat disimpulkan. Berdasarkan hasil uji kausalitas Granger, berikut adalah kesimpulan yang dapat diambil:
  - Kausalitas antara Market Size dan Return Saham: Tidak terdapat pengaruh signifikan variabel Market Size terhadap return saham, dan sebaliknya. Ini menunjukkan perusahaan mampu mengatur ukuran pasar dan kinerja return saham tanpa

memerlukan sumber daya tambahan untuk masalah ini. Konsep "bad luck" tidak relevan.

- Kausalitas antara Herding dan Return Saham: Variabel Herding tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham, dan sebaliknya. Tindakan "herding" investor yang mengikuti tren pasar tidak mempengaruhi return saham.
- Kausalitas antara Herding dan Market Size: Variabel Herding tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap market size, dan sebaliknya. Fenomena "herding" tidak berkontribusi terhadap ukuran pasar.

Dalam semua kasus, hipotesis nol ( $H_0$ ) tidak dapat ditolak, menunjukkan bahwa hubungan kausalitas antar variabel yang diamati tidak bermakna. Implikasinya, investor perlu mengambil keputusan berdasarkan analisis yang mendalam daripada sekadar mengikuti tren pasar.

### Implikasi dan Rekomendasi

Temuan dari penelitian ini memiliki implikasi penting bagi para investor, perusahaan, dan regulator pasar. Temuan ini menegaskan pengaruh baik ukuran perusahaan maupun return saham terhadap perilaku herding dalam pasar saham LQ45 di Indonesia. Hal ini menggarisbawahi pentingnya pemahaman mendalam terhadap dinamika pasar dan perilaku investor.

Bagi para investor, wawasan ini menyarankan pentingnya mempertimbangkan ukuran saham sebagai faktor yang memengaruhi keputusan investasi, bersama dengan return pasar. Sementara itu, perusahaan dapat menggunakan pengetahuan ini untuk menyusun strategi komunikasi guna lebih baik mengelola sentimen pasar dan perilaku herding.

Dari sudut pandang regulasi, temuan ini menekankan pentingnya merancang kebijakan dan peraturan yang efektif yang mempertimbangkan peran ukuran saham dan interaksinya dengan perilaku investor. Dengan memupuk transparansi dan pemahaman, langkah-langkah tersebut dapat menciptakan lingkungan pasar yang lebih stabil dan terinformasi.

Secara keseluruhan, penelitian ini memajukan pemahaman kita tentang perilaku herding dalam konteks investor Indonesia dan menawarkan wawasan yang dapat diaplikasikan dalam strategi investasi, komunikasi perusahaan, dan regulasi pasar.

### Daftar Pustaka

- Atilgan, Y., Demirtas, K. O., & Erdogan, A. S. (2014). Herding behavior in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(3), 494-500.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992-1026.
- Chen, Y., Hu, X., & Zhang, S. (2021). Online consumer herding behavior: Evidence from social media. *Journal of Business Research*, 122, 325-338.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (2020). Cross-sectional absolute deviation versus return-based measures of herd behavior in capital markets. *Journal of Behavioral Finance*, 21(1), 68-81. <https://doi.org/10.1080/15427560.2019.1638376>
- Cont, R., & Larrain, B. (2020)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Global Mining Investing eBook. (2014). Understanding Market Capitalization in Mining Investing. Retrieved from <https://www.visualcapitalist.com/understanding-market-capitalization-mining-investing/>
- Khurshed, A., & Docherty, P. (2007). The size effect and the UK stock market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3-4), 511-525.

- Lan, S., & Lai, J. (2011). Herding and information-based trading. *Journal of Banking & Finance*, 35(11), 2829-2839.
- Nachrowi, D., & Usman, M. (2006). *Pengantar Analisis Riset Ekonomi*. Ghalia Indonesia.
- Ozsu, U. (2015). Herding behavior in the Istanbul stock exchange. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(2), 1-9.
- Ramli, R., Agoes, S., & Setyawan, E. (2016). The herding behavior of Indonesian domestic investors following foreign investors. *Journal of Economic and Behavioral Studies*, 8(3), 189-201.