



**ANALISIS PENGARUH PERILAKU HERDING INVESTOR ASING,
VOLATILITAS INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN, TINGKAT INFLASI,
DAN KAPITALISASI PASAR TERHADAP RETURN PASAR (Studi Kasus pada
Pasar Saham Indonesia Periode Januari 2005-Desember 2014)**

Fatihah Nida 'Ul Chasanah, Irene Rini Demi Pangestuti¹

Email: fatihahnidamanagement@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Market return is the difference of Composite Stock Market Index certain period and Composite Stock Market Index last period. The purpose of this study is to examine the variabls influencing market return in Indonesian Stock Market. The behavioural of foreign investors herding, market volatility, inflation rates, market capitalization are used as predictors of market return.

This research using the method of Ordinary Least Square Regression (OLS Regression), is based on data net buy and net sell volume of foreign investors, Composite Stock Market Index daily, inflation rate, market capitalization and market return monthly for 2005-2014 period. The reason research using Indonesian Composite Stock Market Index is the market is one of emerging market in ASEAN with high growth intensity than other stock market in ASEAN. OLS Regression Method is applied to examine the effect of foreign investors herding, market volatility, inflation rate and market capitalization on market return.

The results of OLS Regression analysis shows that partially market volatility have significant negative impact to market return and inflation rate have significant negative impact to market return, but foreign investors herding have no significant positive impact to market return and market capitalization have no significant positive impact to market return.

Keyword: Market return, foreign investors herding, market volatility, inflation rate and market capitalization.

PENDAHULUAN

Sistem pasar modal yang terjadi di Indonesia tidak jauh berbeda dengan pasar modal di negara-negara lain dimana efek – efek yang ditawarkan emiten kepada investor yang nantinya terjadi transaksi jual beli surat – surat berharga. Adanya kegiatan investasi di pasar modal dimana investasi sebagai penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dan meningkatkan kemakmuran di masa – masa yang akan datang. Pasar modal juga berperan sebagai sarana dalam mencari dana yang bersifat jangka panjang seperti penerbitan saham dan obligasi.

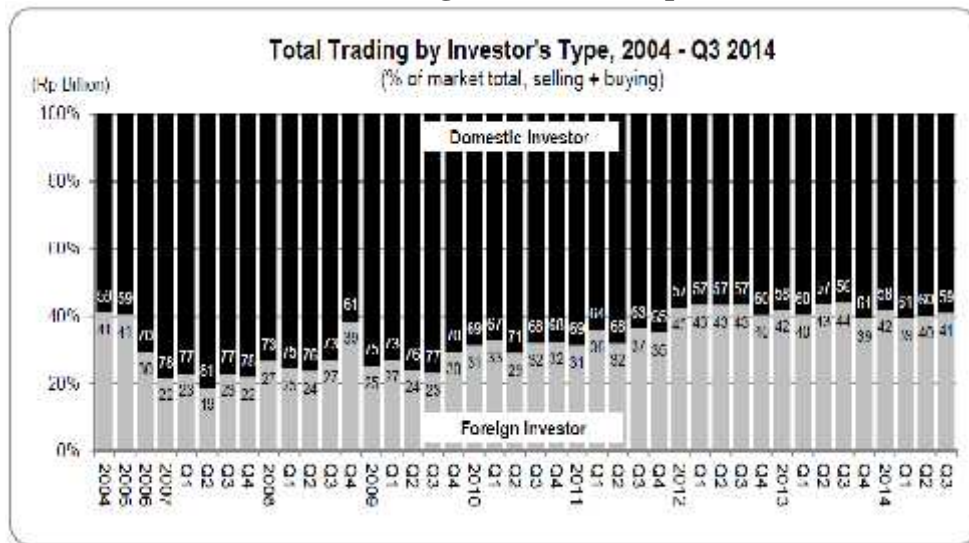
Berkembangnya pasar saham suatu negara tidak dapat diidentifikasi dalam jangka pendek dan akan lebih menunjukkan perkembangan yang signifikan dalam jangka panjang. Terjadinya krisis ekonomi tahun 2008 menyebabkan penurunan kinerja pasar saham di berbagai negara termasuk di Indonesia. Setiap negara memiliki pasar modalnya masing-

¹ Corresponding author

masing dimana melihat perkembangan pasar modal di berbagai negara selalu mengalami volatilitas disesuaikan dengan berbagai faktor pendukung seperti faktor makro ekonomi (inflasi, kapitalisasi pasar, bi rate, nilai tukar dan seterusnya). Sejak tahun 2005 kinerja pasar saham Indonesia menunjukkan perkembangan yang fluktuatif dan mulai berkembang cukup pesat setelah terjadinya krisis keuangan tahun 2008.

Dengan semakin meningkatnya kepercayaan investor untuk menginvestasikan dananya, akan semakin meningkatkan jumlah transaksi trading saham yang dilakukan oleh investor. Hal ini terlihat dalam jangka panjang dari tahun 2005 hingga tahun 2014 jumlah trading investor asing terus mengalami peningkatan secara fluktuatif dapat dilihat dalam gambar 1 berikut:

Gambar 1
Total trading berdasarkan tipe investor



Sumber: www.idx.co.id (IDX statistics 3rd Quarter 2014)

Berdasarkan gambar 1 tersebut menjelaskan prosentase trading yang dilakukan oleh investor asing dan investor domestik tahun 2005-2014. Pada tahun 2005 menunjukkan adanya trend positif peningkatan volume trading oleh investor asing dan pada tahun 2006-2008 saat terjadi krisis ekonomi global menunjukkan adanya penurunan transaksi trading yang dilakukan oleh investor asing hingga tingkat terendah sebesar 19% pada kuartal kedua tahun 2007 kemudian pada tahun 2009-2014 proporsi total trading yang dilakukan oleh investor asing semakin meningkat. Hal ini ditunjukkan pada tahun 2009 total trading tertinggi sebesar 30% dari total trading, pada tahun 2010 sebesar 33%, tahun 2011 sebesar 37%, tahun 2012 sebesar 43%, tahun 2013 sebesar 44%, dan pada tahun 2014 total trading tertinggi sebesar 42%. Dengan semakin meningkatnya transaksi perdagangan yang dilakukan oleh investor asing tersebut mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya tingkat kepercayaan investor asing terhadap pasar modal Indonesia. Dengan semakin meningkatnya kepercayaan investor asing dalam menginvestasikan dananya di bursa saham Indonesia, hal ini akan mendorong investor asing lainnya untuk meniru keputusan investor asing lainnya dalam berinvestasi atau dikatakan sebagai "herding".

Perilaku herding (*Herding Behaviour*) dapat diidentifikasi melalui volume jual dan beli saham dimana semua perilaku yang ditunjukkan oleh investor berakibat secara langsung pada pergerakan *supply* dan *demand* di pasar modal (Gutierrez, 2009). Besarnya aktivitas *supply* (jual) dan *demand* (beli) yang dinyatakan melalui besarnya jumlah saham yang ditransaksikan, digambarkan oleh volume perdagangan (*trading volume*). Volume perdagangan merupakan suatu penjumlahan dari tiap transaksi yang terjadi pada bursa saham pada suatu waktu tertentu dan saham tertentu. Naiknya volume perdagangan

mengindikasikan adanya kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Volume perdagangan mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan yang mengidentifikasi tingkah laku investor (Trisnadewi, 2012).

Tabel 1
Data Net Buy, Net Sell Investor Asing Domestik dan Return Pasar

Tahun	Tipe Investor Asing			Tipe Investor Domestik			Return Pasar
	Net Buy (million shares)	Net Sell (million shares)	Tipe Herding	Net Buy (million shares)	Net Sell (million shares)	Tipe Herding	
2009	144.934	129.815	Buy Herd	1.329.676	1.344.795	Sell Herd	118,52 %
2010	182.235	157.522	Buy Herd	1.130.294	1.155.008	Sell Herd	80,32 %
2011	242.522	198.165	Buy Herd	961.028	1.005.385	Sell Herd	106,91 %
2012	216.151	214.089	Buy Herd	841.820	839.673	Buy Herd	40,55 %
2013	269.630	120.456	Buy Herd	1.073.107	1.066.504	Buy Herd	17,74 %
2014	273.026	172.507	Buy Herd	1.036.034	1.029.556	Buy Herd	17,1 %

Sumber: Statistik OJK tahun 2009-2014 (diolah)

Berdasarkan data pada tabel 1 diatas dapat diketahui bahwa investor asing cenderung untuk melakukan herding beli atau mengikuti perilaku sesama investor asing untuk membeli suatu saham pada bursa. Hal ini dibuktikan pada tipe herding yang terjadi pada investor asing yang menunjukkan kecenderungannya untuk ikut-ikutan membeli suatu saham dimana net buy investor asing selalu mengalami peningkatan setiap tahunnya. Selain itu pada tipe investor asing tingkat kecenderungan untuk ikut-ikutan membeli suatu saham lebih stabil dibandingkan pada tipe investor domestik. Berdasarkan data tabel 1 mengindikasikan adanya perilaku herding antar sesama investor asing. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Tristantyo (2014) bahwa adanya perilaku *herding* pada sesama tipe investor di pasar modal Indonesia.

Kinerja perekonomian Indonesia menjadikan Indonesia sebagai salah satu emerging market yang menarik untuk berinvestasi. Penelitian yang dilakukan menandakan bahwa perilaku herding cenderung terjadi di emerging market. Hal ini dikuatkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Chang, Cheng dan Khorana (1999) yang menyatakan bahwa terdapat aktivitas herding pada *emerging market* yaitu di negara Taiwan dan Korea Selatan.

Salah satu tujuan investor dalam mengikuti keputusan investasi investor lain yaitu untuk mendapatkan imbal hasil atau return atas investasi yang dilakukan. Namun dalam pasar yang selalu berkembang hal ini juga dipengaruhi oleh volatilitas pasar, tingkat inflasi dan nilai kapitalisasi pasarnya.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Dalam penelitian ini menggabungkan variabel herding investor asing, volatilitas IHSG, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar (*size*) bertujuan untuk mengidentifikasi pengaruh antara behavioural finance khususnya herding tipe investor asing (mengikuti keputusan investasi investor lain) yang secara bersama-sama dengan volatilitas, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar berpengaruh terhadap return yang dihasilkan oleh pasar. Dalam hal ini volatilitas IHSG, inflasi dan kapitalisasi pasar merupakan faktor makro yang

turut serta dalam mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam berinvestasi di pasar saham. Hubungan antar variabel serta hipotesis penelitian dijelaskan sebagai berikut:

Pengaruh Herding Investor Asing Terhadap *Return* Pasar

Dalam transaksi trading, dapat dilihat apabila sekumpulan investor mengikuti perilaku investor lain dalam membeli suatu saham pada waktu yang bersamaan, dapat diindikasikan terdapat perilaku herding. Hal ini sesuai dengan yang telah dijelaskan dimana investor yang melakukan herding terpengaruh oleh keputusan investor lain dimana terdapat beberapa investor yang memiliki privat information untuk mendapatkan abnormal return. Perilaku mengikuti investor lain untuk membeli suatu saham pada waktu yang sama ini disebut dengan herding beli. Dengan semakin meningkatnya keputusan membeli suatu saham tertentu pada waktu yang sama akan meningkatkan volume perdagangan saham yang terjadi di Bursa Efek Indonesia sehingga akan meningkatkan IHSG dimana semakin meningkatnya volume perdagangan beli saham akan meningkatkan return pasar. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yu Fen Chen (2012) bahwa herding berkorelasi positif dengan return. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

H1 : Herding investor asing berpengaruh positif terhadap *Return* Pasar.

Pengaruh Volatilitas IHSG Terhadap *Return* Pasar

Terjadinya fluktuasi harga saham di pasar modal Indonesia disebabkan oleh transaksi jual-beli saham yang dilakukan oleh investor. Volatilitas pasar yang terjadi di Bursa Efek Indonesia dapat dilihat dari volatilitas dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dimana di dalam IHSG mencerminkan rata-rata harga yang terbentuk atas transaksi saham yang dilakukan oleh investor. Volatilitas yang terjadi di pasar modal terbentuk dari banyaknya transaksi yang dilakukan oleh investor yang membentuk rata-rata volume perdagangan. Dengan semakin tingginya volatilitas suatu pasar maka risiko pasar akan meningkat yang berdampak pada perilaku investor mengurungkan niatnya untuk menginvestasikan dananya karena risiko ketidakpastian return pasar tinggi saat terjadi volatilitas yang tinggi menyebabkan IHSG turun dan *Return Pasar* juga turun. Hal ini menunjukkan bahwa volatilitas pasar berpengaruh negatif terhadap *Return Pasar*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Firmansyah (2006), Froot et.al (2001) dan Richards (2005) bahwa volatilitas berpengaruh negatif terhadap return. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

H2 : Volatilitas pasar berpengaruh negatif terhadap *Return* Pasar.

Pengaruh Tingkat Inflasi Terhadap *Return* Pasar

saat tingkat inflasi naik tak terkendali, akan berdampak pada biaya operasional perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang semakin besar. Sehingga laba bersih emiten dikhawatirkan akan turun, peningkatan inflasi menjadikan daya beli masyarakat menurun, sehingga mengurangi investasi di pasar modal, akibatnya harga-harga saham turun dan *Return Pasar* juga mengalami penurunan. Apabila hal ini terjadi pada banyak saham maka IHSG secara keseluruhan juga akan turun yang mengakibatkan turunnya return pasar. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama and French (1981) dan Adams et al (2004) menemukan bahwa adanya hubungan negatif antara tingkat inflasi dengan *Return Pasar*. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

H3 : Tingkat Inflasi berpengaruh negatif terhadap *Return* Pasar.

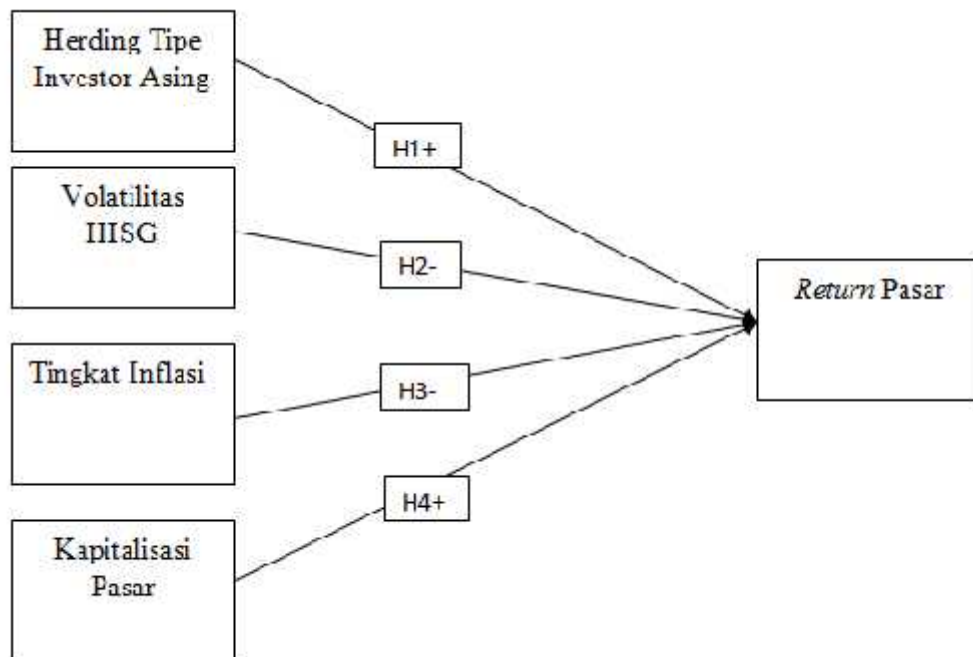
Pengaruh Kapitalisasi Pasar Terhadap *Return* Pasar

Kapitalisasi pasar merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang beredar dimana kapitalisasi pasar menggambarkan besarnya saham yang dipegang oleh investor dan yang sedang diperdagangkan di bursa. Semakin besar kapitalisasi pasar

maka mengindikasikan semakin besarnya transaksi yang dilakukan oleh investor di pasar saham sehingga return pasar yang dihasilkan juga akan semakin besar. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mei Hotma Mariati Munte (2009) dan Richard (2005) bahwa kapitalisasi pasar berkorelasi positif terhadap return pasar. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

H4 : Kapitalisasi pasar (*Size*) berpengaruh positif terhadap *Return Pasar*.

Berdasarkan hubungan antar variabel dan hipotesis penelitian yang telah diuraikan diatas, dapat disusun kerangka pemikiran penelitian sebagai berikut:



Sumber: Yu Fen Chen (2012), Firmansyah (2006), Froot et.al (2001), Richards (2005), Fama and Frech (1981), Adams et al (2004), Mei Hotma Mariati Munte (2009) dan Richard (2005).

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini melibatkan dua variabel yaitu variabel dependen dan variabel independen. Dimana untuk variabel dependen adalah *Return Pasar*, sedangkan variabel independennya adalah herding investor asing, volatilitas pasar saham, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar (*size*).

Pengukuran herding yang digunakan sama seperti yang digunakan oleh Gutierrez dan Kelley (2009) dan Erwin Nugroho (2012) menggunakan persamaan yang diadaptasi dari persamaan LSV untuk mengukur intensitas tertinggi dan terendah. Metode penghitungan volatilitas yang digunakan yaitu dengan *historical volatility* dengan menghitung standar deviasi dari IISG harian secara periodik. Metode penghitungan tingkat inflasi yang digunakan adalah dengan menggunakan penghitungan tingkat inflasi secara bulanan berdasarkan IHK. Kapitalisasi pasar merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang diperdagangkan. Sedangkan metode pengukuran return pasar berdasarkan selisih IISG.

Populasi dan Sampel

Populasi adalah kumpulan individu atau objek penelitian yang memiliki kualitas dan karakteristik atau ciri tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2008). Populasi dalam penelitian ini adalah pasar saham Indonesia jangka panjang dengan proksi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang terdapat di Bursa Efek Indonesia dari bulan Januari 2005 sampai dengan bulan Desember 2014.

Sedangkan Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2008). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pasar saham Indonesia yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang terdapat di Bursa Efek Indonesia periode bulan Januari 2005 sampai dengan bulan Desember 2014. Tahun tersebut dipilih karena sesuai dengan perkembangan pasar modal Indonesia sebelum mengalami krisis tahun 2005 hingga setelah mengalami krisis tahun 2009-2014. Hal ini dapat membantu peneliti untuk melihat perkembangan pasar modal di Indonesia sebelum terjadinya krisis, pada saat terjadinya krisis dan pasca terjadinya krisis tahun 2008.

Teknik pengambilan sampel dipilih secara *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel dengan kriteria-kriteria atau pertimbangan yang ditetapkan. Kriteria-kriteria yang menjadi pertimbangan dalam penetapan sampel yaitu :

1. Pasar saham yang dijadikan sampel adalah pasar saham yang telah menunjukkan perkembangan dalam jangka panjang pada saat sebelum krisis hingga setelah terjadi krisis keuangan tahun 2008 yaitu indeks harga saham gabungan (IHSG) selama periode bulan Januari 2005 sampai dengan bulan Desember 2014.
2. Dalam suatu bulan transaksi volume perdagangan saham harus terdapat volume perdagangan yang dilakukan berdasarkan tipe investor.

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis OLS Regresi dikarenakan akan meneliti fenomena pengaruh antara herding investor asing, volatilitas IHSG, tingkat inflasi, kapitalisasi pasar terhadap *Return Pasar*. Dalam metode analisis data bertujuan untuk menyampaikan penemuan hingga menjadi data yang teratur. Data dalam bentuk kuantitatif ditampilkan dalam bentuk tabel dan grafik, sedangkan data dalam bentuk kualitatif dapat ditampilkan dalam bentuk deskriptif. Analisis kuantitatif digunakan untuk menganalisis data yang dinyatakan dengan angka – angka. Perhitungan dengan program SPSS 20.0 *for windows* digunakan untuk membantu menentukan metode statistik. Analisis data yang digunakan adalah deskriptif, uji asumsi klasik, dan analisis regresi OLS.

Secara umum model Regresi OLS dapat ditulis sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{HerdAsing} + \beta_2 \text{Vol} + \beta_3 \text{IR} + \beta_4 \text{Size} + \epsilon \dots \dots \dots (3.1)$$

Keterangan :

- β_0 : Konstanta
- Y : *Return Pasar*
- HerdAsing : Herding Investor Asing
- Vol : Volailitas Pasar
- IR : Tingkat Inflasi (*Inflation Rate*)
- Size : Kapitalisasi Pasar
- ϵ : Simpangan (error)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Obyek Penelitian

Berdasarkan grafik perkembangan Indeks Bursa Saham Indonesia menunjukkan adanya peningkatan kinerja pasar saham Indonesia dalam jangka panjang dari tahun 2005-

2014. Semakin meningkatnya tingkat perekonomian suatu negara menandakan negara tersebut telah semakin berkembang termasuk dalam sektor ekonomi khususnya dalam bidang investasi di pasar modal.

Pasar saham Indonesia (IHSG) dipilih sebagai obyek penelitian dibandingkan dengan pasar saham negara lain di ASEAN karena pasar saham Indonesia sedang mengalami perkembangan yang cukup pesat dilihat dari periode penelitian yaitu dalam jangka panjang sebelum krisis tahun 2005 pada saat krisis 2008 hingga setelah terjadinya krisis ekonomi tahun 2009 hingga tahun 2014 menunjukkan adanya trend positif dalam jangka panjang. Selain itu pemilihan tipe investor asing dalam penelitian dikarenakan total trading yang dilakukan oleh investor asing dalam jangka panjang sejak tahun 2005-2014 menunjukkan adanya trend meningkat setiap tahunnya secara fluktuatif. Tahun tersebut dipilih karena sesuai dengan perkembangan pasar modal Indonesia sebelum mengalami krisis tahun 2005 hingga setelah mengalami krisis tahun 2009-2014. Hal ini dapat membantu peneliti untuk melihat perkembangan pasar modal di Indonesia sebelum terjadinya krisis, pada saat terjadinya krisis dan pasca terjadinya krisis tahun 2008.

Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Deskriptif statistik untuk variabel-variabel dalam penelitian ini diperoleh dengan mengolah data dalam program SPSS versi 20.0. Deskriptif statistik variabel penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 2

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Market Return	120	-31,421929480	20,131513800	1,66364155393	6,3729782176
Herding	120	,439650165	,998990137	,58235993243	,129115360423
Volat	120	10,25977398	231,78360880	61,1805093390	42,943408923
Inflasi	120	-,35	8,70	,6156	,94817
Kap. Pasar	120	701827,2	5165736,12	2580247,94	1450100,82
Valid N (listwise)	120				

Sumber: Data Sekunder yang diolah dengan SPSS versi 20.0

Dari 120 observasi yang diteliti, diketahui bahwa variabel *return* pasar mempunyai nilai minimum sebesar -31,421929480 % pada bulan Oktober 2008 dan nilai maksimum sebesar 20,131513800 % pada bulan April 2009. *Mean* variabel Return Pasar sebesar 1,66364155393 dengan standar deviasi 6,3729782176.

Variabel herding investor asing memiliki nilai terendah sebesar 0,439650165 x dan nilai maksimum sebesar 0,998990137 x. Herding investor asing yang memiliki nilai terendah 0,439650165 terjadi pada Agustus 2013 dan herding investor asing yang memiliki nilai maksimum sebesar 0,998990137 terjadi pada Juni 2013. *Mean* variabel herding investor asing sebesar 0,58235993243 dengan standar deviasi sebesar 0,129115360423.

Variabel volatilitas IHSG memiliki nilai terendah sebesar 10,2597740 % dan nilai maksimum sebesar 231,7836088 %. Volatilitas IHSG yang memiliki nilai terendah 10,2597740 % terjadi pada Februari 2006 dan nilai maksimum sebesar 231,7836088 % terjadi pada Agustus 2013. *Mean* variabel volatilitas IHSG sebesar 61,180509339 dengan standar deviasi sebesar 42,9434089231.

Variabel tingkat inflasi memiliki nilai terendah sebesar -0,35% dan nilai maksimum sebesar 8,70%. Tingkat inflasi yang memiliki nilai terendah -0,35% terjadi pada September

2013 dan nilai maksimum sebesar 8,70% terjadi pada Oktober 2005. Mean variabel tingkat inflasi sebesar ,6156 dengan standar deviasi sebesar 0,94817.

Variabel kapitalisasi pasar (*size*) memiliki nilai terendah sebesar 701827,2 *million* dan nilai maksimum sebesar 5165736,12 *million*. Volatilitas IHSG yang memiliki nilai terendah 701827,2 *million* terjadi pada April 2005 dan nilai maksimum sebesar 5165736,12 *million* terjadi pada Desember 2014. Mean variabel volatilitas IHSG sebesar 2580247,94 dengan standar deviasi sebesar 1450100,82.

Pembahasan Hasil Penelitian

Uji F test atau uji kelayakan model bertujuan untuk menguji kelayakan model (Goodness of Fit). Berdasarkan perhitungan F- test diperoleh nilai F- hitung sebesar 5,748 dengan nilai signifikansi (Sig.) sebesar 0,000. Oleh karena nilai signifikansi $0,000 < 0,05$ maka model memenuhi kriteria Goodness of Fit sehingga model dalam penelitian ini layak untuk diteliti.

Koefisien determinasi (R^2) merupakan kemampuan prediksi dari keempat variabel independen (Herding Tipe Investor Asing, Volatilitas, Inflasi, dan Size) terhadap variabel dependen (*Return Pasar*). Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi (adjusted R^2) sebesar 0,138 atau 13,8%. Hal ini berarti bahwa 13,8% variasi return pasar saham Indonesia dapat dijelaskan oleh keempat variabel independennya sedangkan sisanya sebesar 86,2 % dijelaskan oleh variabel lain di luar model seperti volume perdagangan, tingkat bunga BI, indeks Dow Jones dan lain sebagainya.

Uji t ini digunakan untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara variabel bebas (Herding Tipe Investor Asing, Volatilitas, Inflasi, dan Size) terhadap variabel terikat (*Return Pasar*) secara parsial. Hasil dari pengujian ini dapat dilihat pada tabel 3 berikut:

Tabel 3
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	2,389	2,613		,914	,363		
1 Herding	5,532	4,421	,112	1,251	,213	,903	1,107
Volt	-,054	,013	-,364	-4,010	,000	,880	1,137
Inflasi	-1,281	,577	-,191	-2,220	,028	,984	1,017
Kap. Pasar	5,683E-008	,000	,013	,136	,892	,800	1,249

Dependent Variable: Market Return

Sumber : Output SPSS

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan adanya inkonsistensi antara hipotesis dengan hasil dimana hasil pengujian menunjukkan bahwa herding tipe investor asing berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return pasar. Hal ini dilihat dari hasil t – hitung variabel herding investor asing pada tabel 4.9 menunjukkan angka 5,532 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,213 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Hasil tersebut tidak konsisten dengan hasil penelitian Yu Fen Chen (2012) namun konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Erwin Nugroho (2012). Alasan yang mendasari hasil penelitian adalah herding lebih sering terjadi pada transaksi trading jangka pendek bukan pada investasi jangka menengah atau jangka panjang, sehingga herding dapat lebih signifikan diidentifikasi pengaruhnya dengan menggunakan volume trading harian bukan dengan volume trading bulanan. Frekuensi terjadinya herding (perilaku saling mengikuti keputusan antar investor) ini cenderung terlihat dalam jangka pendek (transaksi trading harian). Hal ini menunjukkan investor yang melakukan herding

dalam jangka panjang cenderung tidak mendapatkan return yang diharapkan karena perilaku herding ini hanya terjadi dalam jangka pendek.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa volatilitas pasar IHSG memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Return Pasar. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa volatilitas pasar IHSG berpengaruh negatif signifikan terhadap Return Pasar. Hal ini dilihat dari hasil t – hitung variabel volatilitas pasar pada tabel 4.9 menunjukkan angka -0,054 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Firmansyah (2006), Froot et.al (2001) dan Richards (2005) bahwa volatilitas berpengaruh negatif terhadap return. Dengan semakin meningkatnya volatilitas pasar akan meningkatkan ketidakpastian investor dalam mendapatkan return sesuai yang diharapkan sehingga resiko pasar tinggi. Dengan adanya ketidakpastian return ini akan menimbulkan turunnya minat investasi para investor sehingga harga-harga saham akan turun dan return pasar juga akan turun.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa tingkat inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *Return Pasar*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa tingkat inflasi berhubungan negatif signifikan dalam mempengaruhi *Return Pasar*. Hal ini dilihat dari hasil t – hitung variabel tingkat inflasi pada tabel 4.9 menunjukkan angka -1,281 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,028 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jaffe & Mandelker (1976) dan Fama (1981) bahwa tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap *Return Pasar*. Saat tingkat inflasi sedang tinggi, masyarakat cenderung untuk menggunakan dananya untuk membeli barang-barang pokok serta perusahaan cenderung menggunakan dananya untuk operasional perusahaannya dibandingkan untuk mengalokasikan dananya dalam berinvestasi di pasar saham atau mengurangi dana investasinya. Apabila hal ini terjadi secara terus-menerus dan secara agregat akan berpengaruh terhadap penurunan IHSG dan akan mempengaruhi return pasar yang dihasilkan.

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan adanya ketidaksesuaian antara hipotesis dengan hasil penelitian dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar (*size*) berhubungan positif dan tidak signifikan dalam mempengaruhi *Return Pasar*. Hal ini dilihat dari hasil t – hitung variabel kapitalisasi pasar (*size*) pada tabel 3 menunjukkan angka 5,683 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,892 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha = 0,05$). Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Mei Hotma Mariati Munte (2009) dan Richard (2005), namun konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Darusman (2012) dan Hadi (2011) bahwa kapitalisasi pasar tidak berpengaruh terhadap *return*. Kapitalisasi pasar (*size*) tidak berpengaruh terhadap *return* pasar karena terdapat berbagai hal yang mempengaruhi return pasar antara lain seperti volume perdagangan yang sedang terjadi dan terefleksi dalam harga perusahaan yang secara agregat akan mencerminkan harga pasarnya. Dimana tidak semua harga saham mencerminkan performance atau kinerja perusahaan, karena investor dalam menginvestasikan dananya tidak hanya melihat kapitalisasi pasarnya namun juga dipengaruhi oleh fundamental dan teknikal perusahaan. Faktor lain yang mempengaruhi keputusan investor dalam menginvestasikan dananya juga dipengaruhi oleh isu-isu yang sedang terjadi di pasar.



KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Hasil dari pengujian analisis OLS Regresi menunjukkan secara parsial bahwa volatilitas IHSG berpengaruh negatif terhadap return pasar dan tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap return pasar. Sedangkan herding investor asing secara positif tidak signifikan mempengaruhi return pasar dan kapitalisasi pasar secara positif tidak signifikan mempengaruhi return pasar.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, metode penelitian yang digunakan dengan menggunakan OLS Regresi dimana terdapat kelemahan untuk mendeteksi perilaku herding tersebut sesuai dengan time series atau urutan kejadiannya sehingga disarankan untuk menggunakan metode VAR (*Vector Auto Regression*) untuk mendeteksi terjadinya perilaku herding berdasarkan time series kejadiannya. Kedua, data pengamatan yang menggunakan data bulanan dimana dalam mendeteksi adanya herding lebih akurat apabila menggunakan data harian transaksi net buy dan net sell masing-masing tipe investor. Ketiga, waktu pengamatan jangka panjang (2005-2014) sehingga dianjurkan untuk menggunakan periode pengamatan jangka pendek dengan menggunakan data harian agar herding yang terjadi dapat diinterpretasikan lebih mendetail dan lebih akurat. Keempat, Kemampuan prediksi (R^2) sebesar 13,8% menunjukkan perlunya variabel-variabel lain yang dimasukkan untuk memprediksi faktor-faktor yang mempengaruhi return pasar.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan metode VAR (*Vector Auto Regression*) dengan menggunakan data trading harian serta menambahkan beberapa variabel makro ekonomi untuk mendeteksi terjadinya perilaku herding berdasarkan time series kejadiannya yang juga dipengaruhi oleh variabel-variabel makro ekonomi sehingga hasil yang didapatkan lebih mendetail dan akurat.

REFERENSI

- Chang, E. C., Cheng, J. W., dan Khorana, A. 1999. "An Examination of Herd Behaviour in Equity Markets: An International Perspective". *Journal of Banking & Finance*, h. 31-37.
- Chen, Yu-Fen., yang, Sheng-Yung., dan Fu-Lai Lin. 2012. "Foreign Institutional industrial herding in Taiwan stock market". *Journal of managerial finance*, Vol. 38, No.3, h. 325-340.
- Fama and French. 1981. The Cross Section Of Expected Return. *Journal of Finance*.
- Firmansyah. 2006. Analisis Volatilitas Harga. Jakarta: Usahawan.
- Ghozali, Imam. 2001. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Semarang: BP-UNDIP.
- Gutierrez, R., C., and Kelley, E., K. 2009. "Institutional Herding and Future Stock Returns". *Working Paper University of Oregon, University of Arisona*.
- Kamesaka, A., Nofsinger, J. R. dan H. Kawakita. 2003. "Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan". *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, h. 1-22.
- Joshi, Parashant. 2001. "Return and Volatility Spillovers Among Asian Stock Markets". *Journal of International Finance*.



- Lakonishok, J., Shleifer, A., dan Vishny, R. W. 1992. "The Impact of Institutional Trading on Stock Price". *Journal of Finance Economics*, Vol.31, h. 23-43
- Munte, Mei Hotma Mariati. 2009. "Pengaruh Faktor Fundamental terhadap return saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*.
- Nugroho, Erwin. 2011. "Herding Investor Lokal-Asing dan Hubungan Jangka Panjangnya Terhadap Imbal Hasil Abnormal Pada Bursa Efek Indonesia". Tesis MM UI.
- Nofsinger, John R. 2001. *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What to Do About It*; Prentice Hall.
- Richard A. Michelfelder and Saurin Pandya. 2005. "*Volatility of Stock Return: Emerging and Mature Market*". *Journal of Economic*.
- Shefrin, Hersh. 2000. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing*; Harvard Business School Press.
- Sugiyono. 2008. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Tilson, Whitney. 2005. *Applying Behavioral Finance to Value Investing*. Artikel T2 Partner LLC.
- Tristantyo, Rajendra Wisnu. 2014. "*Analisis Perilaku Herding Berdasarkan Tipe Investor dalam Kepemilikan Saham*". *Jurnal Manajemen Keuangan*.
- Wermer, Russ. 1999. "Mutual Fund Herding and The Impact On Stock Prices". *Journal of Financial Management*.