



DETEKSI PERILAKU *HERDING* PADA PASAR SAHAM INDONESIA & SINGAPURA TAHUN 2011 – 2015

Taofan Ramadhan, Mohammad Kholiq Mahfud¹
taofanramadhan@gmail.com

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

ABSTRACT

Herding behavior is one of the investor's irrational behavior that can destabilize the stock market. When herding happened, investors tend not to use the analysis in making investment decisions but follow the market consensus or imitate a decision of other investors.

This study discusses whether herding behavior occurs in emerging market specifically Indonesia Stock Market and also developed market specifically Singapore Stock Market. By looking at the relationship between return market portfolio and Cross Sectional Absolute Deviation (CSAD), then herding behavior in a market can be identified. Herding detection performed on different market conditions, so this study using quantile regression analysis.

The result of this study shows that there is no indication of herding behavior in both stock market, which means that investors tend to behave rationally in making investment decisions.

Keywords: Herding behavior, return market portfolio, CSAD, quantile regression

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar saham Indonesia yang positif pasca krisis global tahun 2008 meningkatkan minat perusahaan untuk *listing* di bursa melalui penawaran umum perdana (IPO). Berdasarkan data BEI, di tahun 2004 tercatat sebanyak 331 emiten, yang kemudian tumbuh menjadi 524 emiten di tahun 2015. Menurut Sharpe, Alexander, dan Bailey (1995) semakin banyak emiten yang terdaftar di bursa dapat meningkatkan minat investasi masyarakat, dikarenakan hal tersebut memberikan lebih banyak saham yang dapat dipilih oleh investor sesuai dengan karakteristik yang diinginkan. Dengan demikian investor dapat lebih mudah untuk melakukan diversifikasi dengan maksud meningkatkan utilitas portofolio. Namun terjadi penurunan kontribusi perdagangan oleh investor domestik di bursa selama tahun 2011 – 2015 sedangkan kontribusi perdagangan oleh investor asing mengalami peningkatan, sehingga disimpulkan bahwa kondisi pasar saham Indonesia yang baik memberikan dampak positif terhadap kepercayaan investor asing untuk investasi di Indonesia.

Menurut Iwata & Wu (2009) nilai modal asing yang terus meningkat dapat menciptakan *risk sharing* yang akan menurunkan biaya modal akibat turunnya *equity premium*. Namun sebaliknya, apabila modal asing yang masuk terlalu besar maka berpotensi menyebabkan pergerakan bursa akan tergantung pada aliran keluar-masuk dana asing. Kelebihan modal asing dapat meningkatkan risiko bagi pemegang saham domestik bersamaan dengan menurunnya kestabilan bursa. Dampaknya, investor akan cenderung bertindak secara irasional yaitu dengan mengikuti keputusan investasi dari para investor internasional. Menurut Banerjee (1992) perilaku mengikuti keputusan investasi dari investor lain disebut sebagai *herding*.

Menurut Hwang & Salmon (2004) *herding* adalah perilaku investor dalam mengambil keputusan investasinya cenderung tidak mempertimbangkan informasi yang ada melainkan mengikuti konsensus pasar dan mengikuti keputusan investor lain. Perilaku ini memungkinkan

investor menjadi salah dalam mengambil keputusan investasinya sehingga menanggung risiko yang lebih besar. Misalnya pada saat harga suatu saham menurun, investor justru menjual sahamnya karena investor lain menjual sahamnya. Ketika perilaku *herding* terjadi, harga saham di pasar tidak mencerminkan keadaan ekonominya, sehingga dapat terjadi kesalahan penetapan harga dari suatu saham karena terjadi bias dalam melihat risiko dan imbal hasil yang diharapkan.

Bikchandani & Sharma (2001) mengemukakan bahwa ketika perilaku rasional dalam pengambilan keputusan investasi terganggu, maka hal ini akan meningkatkan volatilitas pada pasar tersebut sehinggamenyebabkan bursa menjadi *over* reaktif.

Penelitian pendeteksian perilaku *herding* yang dilakukan oleh Chang, Cheng, dan Khorana (2000) menunjukkan bahwa perilaku *herding* lebih cenderung terjadi pada *emerging market*. Mereka mendeteksi perilaku investasi dari berbagai pasar internasional seperti Amerika, Hong Kong, Jepang, Korea Selatan dan Taiwan. Hasilnya adalah bahwa tidak ditemukan perilaku *herding* pada *developed market*, yaitu Amerika dan Hong Kong pada saat kondisi pasar sedang turun ataupun saat pasar sedang naik, namun terjadi *partial herding* pada pasar saham Jepang yaitu ketika kondisi pasar sedang menurun. Sedangkan pada dua *emerging market* dalam penelitian mereka yaitu Korea Selatan dan Taiwan, terdeteksi adanya aktivitas *herding*.

Ahsan & Sarkar (2013) melakukan penelitian terhadap *Dhaka Stock Exchange* (DSE) di Bangladesh yang menunjukkan bahwa Bangladesh merupakan *emerging market* yang tidak terdeteksi perilaku *herding*. Hal ini menggambarkan bahwa investor di DSE berperilaku rasional dengan membuat keputusan investasi berdasarkan pada informasi yang tersedia di pasar dibandingkan mengikuti konsensus pasar. Penelitian *herding* lainnya dilakukan oleh Ouarda, Bouri, dan Bernard (2013), mereka mendeteksi perilaku *herding* pada pasar saham Eropa (*EuroStoxx600*). Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa pada pasar saham Eropa terdeteksi perilaku *herding* untuk setiap sektor kecuali sektor barang konsumsi. Penelitian ini merupakan pengembangan dari teori *herding* sebelumnya yang menyatakan bahwa *herding* sulit terjadi pada *developed market*.

Beberapa penelitian mengenai perilaku *herding* di atas merupakan gambaran masih adanya perbedaan hasil penelitian, seperti yang terdeteksi pada *developed market* contohnya pada pasar saham Eropa (*EuroStoxx600*) (Ouarda, Bouri, dan Bernard, 2013). Selain itu, *gap* juga muncul pada perilaku *herding* yang tidak terdeteksi di *emerging market* seperti pasar saham Bangladesh (Ahsan & Sarkar, 2013). Hasil dari penelitian-penelitian tersebut berbeda dengan yang diungkap oleh Chang, Cheng, Khorana (2000) bahwa *herding* cenderung terjadi pada *emerging market* dan kemungkinan kecil *herding* dapat terjadi pada *developed market* yakni pada saat kondisi *market stress*. Hal inilah yang menguatkan ketertarikan peneliti untuk melakukan penelitian mengenai perilaku *herding*.

Penelitian ini bertujuan mendeteksi perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia dan pasar saham Singapura untuk melihat kecenderungan terjadinya perilaku *herding* pada *emerging market* dan *developed market* pada kondisi pasar yang berbeda, berdasarkan penelitian Chang *et al.* (2000) yang menyimpulkan bahwa tidak terjadi *herding* pada *developed market* melainkan *partial herding*, dan terjadi *herding* pada *emerging market*. Namun berdasarkan penelitian pendeteksian *herding* lainnya bahwa *herding* juga dapat terjadi pada *developed market*, atau sebaliknya tidak terjadi *herding* pada *emerging market*.

¹ Corresponding author

KERAGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Herding merupakan perilaku investor menjual atau membeli sekuritas/saham tanpa menghiraukan alasan yang menjadi dasar untuk melakukan investasi (Saastamoinen, 2008). Pada saat *herding* terjadi, mereka melakukan investasi tanpa memperhitungkan risiko atau imbal hasil yang akan mereka dapatkan (Hwang & Salmon, 2004). Menurut Kole & Dijk (2010) dalam pasar keuangan sangatlah umum bahwa banyak investor memiliki ekspektasi yang sama, pada saat yang

bersamaan, terhadap harga dan imbal hasil di masa yang akan datang. Adanya istilah *bullish* dan *bearish* pada pasar saham merupakan gambaran dari persepsi tersebut. *Bullish* adalah situasi pasar saham yang sedang membentuk *trend* naik dengan harapan imbal hasil yang tinggi dan volatilitas pasar yang rendah. Sedangkan *bearish* adalah kondisi pasar yang sedang menurun dengan harapan imbal hasil yang rendah dan volatilitas yang tinggi.

Hirshleifer & Teoh (2003) dan Brunnermeier (2001), memberikan empat alasan mengapa investor institusi bertransaksi pada arah yang sama. Pertama, mereka mengolah informasi yang sama. Seperti yang terjadi pada pasar *emerging market* yang memiliki keterbatasan informasi mikro dan lebih fokus pada informasi makro. Kedua, mereka cenderung memilih saham dengan ciri-ciri yang umum yaitu "*prudent*", "*liquid*" atau "*better-known*". Ketiga, para manager cenderung mengikuti langkah transaksi yang dilakukan manager yang lain guna menjaga reputasinya. Keempat, para manager mengikuti valuasi harga saham dari manager lainnya (Gutierrez dan Kelley, 2009). Hal ini menguatkan dugaan kemungkinan perilaku *herding* oleh investor institusi cenderung terjadi karena adanya tekanan *peer pressure* antar sesama manager keuangan.

Bikchandani & Sharma (2001) mengungkapkan bahwa ketika memiliki keterbatasan informasi, investor cenderung akan mengikuti gerakan investor lain dalam mengambil keputusan berinvestasi yang pada akhirnya akan mengabaikan signal miliknya dan mengikuti keputusan mayoritas (perilaku *herding*) dan membentuk suatu "*information cascade*".

Pengaruh Imbal Hasil Pasar terhadap Tingkat Penyebaran Imbal Hasil

Perilaku *herding* pada suatu pasar saham dapat dilakukan dengan melihat hubungan antara tingkat penyebaran imbal hasil saham (CSAD) dengan imbal hasil portofolio pasar. Jika dalam suatu pasar terjadi *herding*, maka tingkat penyebaran imbal hasil akan meningkat lebih rendah daripada kenaikan imbal hasil portofolio pasar atau tingkat penyebaran imbal hasil saham akan menurun walaupun imbal hasil portofolio pasar meningkat (Chang *et al.* 2000).

Jika koefisien untuk non-linear (β_2) tidak negatif secara signifikan, CSAD tidak meningkat pada *decreasing rate* atau mengalami penurunan pada saat rata-rata pergerakan harga naik maka hasil ini sesuai dengan prediksi *rational asset pricing model*. Hasil penelitian Chang *et al.* (2000) menunjukkan hubungan yang signifikan antara imbal hasil pasar terhadap CSAD dengan koefisien β_2 bernilai negatif pada *emerging market*, maka hipotesis yang diajukan yaitu :

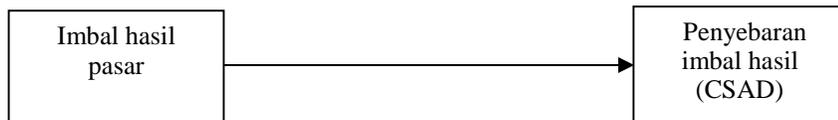
H1 : Terdapat pengaruh imbal hasil pasar terhadap CSAD pada pasar saham Indonesia

Sedangkan pada *developed market* menunjukkan hubungan yang signifikan antara imbal hasil pasar terhadap tingkat penyebaran imbal hasil dengan koefisien β_2 bernilai positif. Dengan demikian hipotesis yang diajukan yaitu :

H2 : Tidak terdapat pengaruh imbal hasil pasar terhadap CSAD pada pasar saham Singapura

Dengan demikian kerangka pemikiran pengaruh imbal hasil portofolio pasar terhadap tingkat penyebaran imbal hasil (CSAD) dalam usaha pendeteksian perilaku *herding* baik pada pasar saham Indonesia maupun Singapura dapat dilihat dari pada gambar 1 berikut ini.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Berdasarkan metode pendeteksian perilaku *herding* yang dikembangkan oleh Chang *et al.* (2000), maka variabel independen dalam penelitian ini adalah imbal hasil portfolio pasar. Menurut Jogyanto (2010), imbal hasil adalah keuntungan yang diperoleh/dihasilkan dari kegiatan investasi. Sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah tingkat penyebaran imbal hasil (CSAD), menurut Gunawan dkk. (2011) CSAD merupakan ukuran yang merepresentasikan tingkat penyebaran imbal hasil. Menurut Lao & Singh (2009) CSAD merupakan selisih rata-rata agregat antara imbal hasil individual saham dengan imbal hasil pasar.

Penentuan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah saham-saham yang termasuk dalam Index Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Singapore Exchange (SGX) dari tahun 2010 sampai tahun 2015. Sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ45 dan indeks Strait Times Index (STI) selama periode tahun 2010 hingga tahun 2015. Indeks LQ45 dan indeks STI dipilih untuk diteliti karena memiliki karakteristik yang serupa, yaitu merupakan indeks yang terdiri dari beberapa perusahaan terbesar yang likuid dan banyak diperdagangkan baik oleh investor asing maupun domestik. Kedua indeks tersebut juga merupakan indikator utama dari performa bursa saham di negaranya, sehingga mampu menggambarkan performa pasar saham Indonesia dan Singapura.

Metode Analisis

Data sampel yang telah terkumpul diolah menjadi *input variable* guna mencari tingkat perilaku *herding* pada persamaan *Cross-sectional Absolute Deviation* (CSAD). Langkah awal analisis yaitu dengan menghitung nilai imbal hasil saham dari tiap perusahaan dan indeks saham dengan menggunakan persamaan :

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

P_1 = harga untuk waktu t

P_0 = harga untuk waktu sebelumnya

Pendeteksian *herding* dalam penelitian ini menggunakan metode CSAD. Data yang digunakan adalah data harga penutupan harian indeks LQ45 dan indeks STI serta data harga penutupan harian IHSG dan SGX dari tahun 2011 sampai tahun 2015. Berikut ini adalah rumus untuk menghitung nilai CSAD:

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

Analisis yang akan digunakan dalam penelitian ini

adalah analisis regresi kuadratik oleh Chang *et al.* (2000), berikut ini adalah persamaannya :

$$CSAD_t = \alpha + \beta_1 |R_{m,t}| + \beta_2 R_{m,t}^2 + v_t$$

Namun ketika data tersebut dicurigai bersifat tidak simetris karena adanya pencilan yang mengakibatkan terjadinya pelanggaran asumsi kenormalan maka diperlukan metode alternatif yang dapat dipergunakan saat asumsi kenormalan tersebut tidak dapat terpenuhi yaitu analisis regresi kuantil. Seperti yang dikemukakan Rahmawati (2011) bahwa regresi kuantil lebih tepat diterapkan pada data yang tidak simetris, karena memberikan lebih banyak informasi, tidak hanya pada pusat sebaran tetapi pada bagian atas dan bawah sebaran.

Selain itu, Chang *et al.* (2000) mengatakan bahwa *herding* cenderung terjadi pada saat pasar saham berada pada kondisi *market stress* dan tidak terdeteksi pada kondisi pasar normal atau *high return* sehingga pendeteksian *herding* pada penelitian ini diidentifikasi pada tiga kondisi pasar, yaitu pada kondisi *market stress*, normal, dan *high return*. Kuantil 0,01 dan 0,05 merepresentasikan

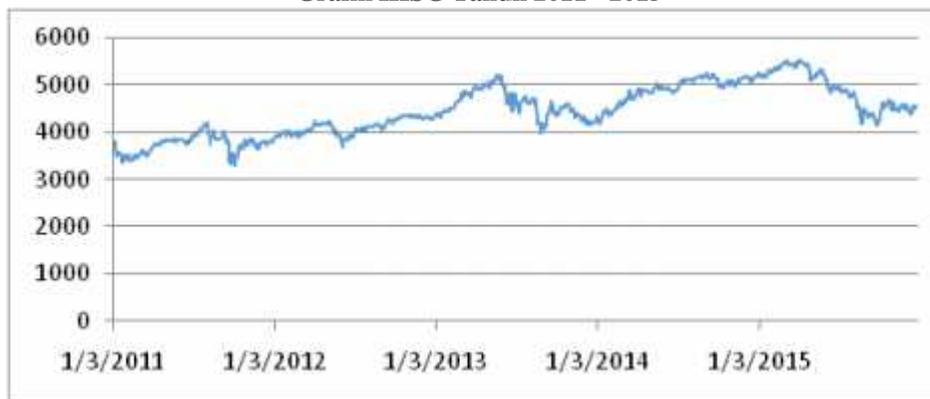
kondisi *market stress*, kuantil 0,5 merepresentasikan kondisi normal, sedangkan kuantil 0,99 dan 0,95 merepresentasikan kondisi *high return*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Penelitian

Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah emiten yang tergabung dalam indeks LQ45 dan STI selama periode tahun 2011 hingga tahun 2015. Pada periode tersebut tercatat sebanyak 20 emiten pada LQ45 dan 25 emiten pada STI. Berdasarkan *purposive sampling*, seluruh sampel memenuhi kriteria sehingga layak untuk diteliti. Adapun data mengenai kondisi pasar saham Indonesia dan Singapura selama periode tahun 2011 hingga tahun 2015 secara umum ditampilkan pada gambar 2 dan 3 berikut ini :

Gambar 2
Grafik IHSG Tahun 2011 - 2015



Sumber : diolah peneliti, 2016

Berdasarkan grafik IHSG di atas, terlihat tren indeks menunjukkan adanya peningkatan sejak tahun Januari 2011 hingga Februari 2015, namun dilanjutkan dengan adanya penurunan harga saham di akhir periode tahun 2015. Secara umum, tren ini menunjukkan pertumbuhan yang positif selama 5 tahun terakhir bagi pasar saham Indonesia. Selain itu, hal ini juga menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia menjadikan pasar saham Indonesia sebagai salah satu wahana investasi yang menarik bagi para investor baik domestik maupun asing.

Gambar 3
Grafik SGX Tahun 2011 - 2015



Sumber : diolah peneliti, 2016

Berdasarkan grafik indeks SGX di atas, posisi awal tahun 2011 menunjukkan penurunan harga saham yang cukup signifikan hingga Januari 2012. Namun kembali menguat dan tetap stabil sampai dengan akhir tahun 2015. Secara umum, pertumbuhan pasar saham Singapura menunjukkan tren yang relatif stabil selama 5 tahun terakhir. Pergerakan tersebut mencerminkan perekonomian di negara tersebut relatif stabil.

Regresi Kuantil Pada Pasar Saham Indonesia

Dalam model regresi indeks LQ45 terdapat koefisien β_1 dan β_2 yang berbeda pada tiap tingkat kuantil. Koefisien β_1 tidak dipergunakan untuk mendeteksi perilaku *herding* melainkan koefisien β_2 karena model regresi yang terbentuk dalam mendeteksi adanya *herding* adalah model regresi kudratik. Sedangkan koefisien β_1 hanya dapat dipergunakan ketika model regresi yang terbentuk adalah linier. Hal tersebut sesuai dengan teori yang dikemukakan Chang *et al.* (2000) bahwa perilaku *herding* yang terjadi atas konsensus pasar akan membentuk hubungan *nonlinear* antara CSAD dengan rata – rata imbal balik pasar.

Dugaan parameter regresi kuantil untuk model LQ45 dapat dilihat pada table 1 berikut.

Tabel 1
Hasil Dugaan Parameter Regresi Kuantil Model LQ45

Kondisi Pasar	Kuantil ke -	R-square			β_1	β_2
Market Stress	0.010	0.249	Koefisien	0.006	0.078	3.087
			t hitung	45.228	2.816	32.559
			signifikansi	0.000	0.005	0.000
	0.050	0.272	Koefisien	0.008	-0.005	3.338
			t hitung	45.479	-0.081	15.237
			signifikansi	0.000	0.936	0.000
Normal	0.500	0.500	Koefisien	0.013	0.006	6.546
			t hitung	44.692	0.077	8.071
			signifikansi	0.000	0.939	0.000
High Return	0.950	0.745	Koefisien	0.030	0.039	10.947
			t hitung	12.983	2.035	11.862
			signifikansi	0.000	0.042	0.000
	0.990	0.731	Koefisien	0.050	0.066	9.864
			t hitung	5.918	1.578	3.205
			signifikansi	0.000	0.115	0.001

Sumber : diolah peneliti, 2016

Berdasarkan 20 saham yang termasuk dalam LQ45, identifikasi perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia menunjukkan bahwa tidak terdapat *herding*. Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien β_2 yang positif dan signifikan pada taraf nyata 5%, baik pada saat *market stress*, normal, maupun pada saat *high return*. Pada kondisi ini tingkat penyebaran imbal hasil saham akan meningkat lebih tinggi jika dibandingkan dengan kenaikan imbal hasil pasar. Artinya bahwa investor pada pasar saham Indonesia memiliki perilaku yang rasional dalam mengambil keputusan investasinya. Investor cenderung menggunakan informasi yang tersedia di pasar sebagai dasar analisis dibandingkan dengan meniru keputusan investasi dari investor lain atau mengikuti konsensus pasar.

Dari kuantil ke – 0.010 hingga kuantil ke – 0.990 diperoleh nilai koefisien β_2 yang semakin tinggi. Hal ini menunjukkan kondisi pasar saham Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan positif sehingga kecil kemungkinan *herding* terjadi pada tingkat kuantil yang tinggi. Kondisi ini sesuai dengan teori Chang *et al.* (2000) yaitu perilaku *herding* cenderung terjadi pada kondisi *market stress*.

Nilai *R – square* pada indeks LQ45 semakin meningkat seiring dengan peningkatan kuantil artinya semakin tinggi posisi kuantil maka semakin akurat dan presisi model tersebut dalam menunjukkan besar pengaruh antara tingkat dispersi imbal hasil dengan imbal hasil pasar, sehingga dapat disimpulkan bahwa daya prediksi model semakin baik.

Regresi Kuantil Pada Pasar Saham Singapura

Berikut ini dugaan parameter regresi kuantil untuk model STI pada tabel 2.

Tabel 2
Hasil Dugaan Parameter Regresi Kuantil Model STI

Kondisi	Kuantil ke -	R-square			1	2
Market Stress	0.010	0.045	Koefisien	0.004	0.049	5.475
			t hitung	20.630	0.893	3.269
			Signifikansi	0.000	0.372	0.001
	0.050	0.049	Koefisien	0.005	0.052	5.754
			t hitung	47.725	1.931	7.485
			Signifikansi	0.000	0.054	0.000
Normal	0.500	0.090	Koefisien	0.007	0.043	11.076
			t hitung	86.681	3.439	14.145
			signifikansi	0.000	0.001	0.000
High Return	0.950	0.228	Koefisien	0.012	0.011	20.776
			t hitung	51.580	0.355	10.406
			signifikansi	0.000	0.723	0.000
	0.990	0.252	Koefisien	0.015	0.078	19.114
			t hitung	24.576	0.990	4.698
			signifikansi	0.000	0.323	0.000

Sumber : diolah peneliti, 2016

Sama halnya dengan pendeteksian perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia, pendeteksian pada pasar saham Singapura yang didasarkan pada 25 saham yang tergabung dalam STI juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perilaku *herding*. Koefisien β_2 memiliki nilai positif dan signifikan pada taraf nyata 5% pada setiap kondisi pasar.

Dari kuantil ke - 0.010 hingga kuantil ke - 0.990 dalam model regresi indeks STI diperoleh nilai koefisien β_2 yang semakin tinggi. Hal ini menunjukkan kondisi pasar saham Singapura yang tumbuh sehingga kecil kemungkinan *herding* terjadi pada tingkat kuantil yang tinggi. Kondisi ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Changet *al.* (2000) bahwa perilaku *herding* cenderung terjadi pada kondisi *market stress*.

Nilai *R - square* pada indeks STI semakin meningkat seiring dengan peningkatan kuantil artinya semakin tinggi posisi kuantil maka semakin akurat dan presisi model tersebut dalam menunjukkan besar pengaruh antara tingkat dispersi imbal hasil dengan imbal hasil pasar, sehingga dapat disimpulkan bahwa daya prediksi model semakin baik.

Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, menunjukkan bahwa tidak ada indikasi perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia dalam kondisi pasar yang berbeda-beda. Hal ini menjelaskan bahwa investor pada pasar saham Indonesia memiliki perilaku yang rasional dalam mengambil keputusan investasinya, dikarenakan informasi yang dibutuhkan oleh investor yang berkaitan dengan pergerakan harga saham di pasar dapat diakses dengan baik sehingga investor menjadikannya sebagai dasar analisis investasi. Bikchandani & Sharma (2001) mengungkapkan bahwa ketika memiliki keterbatasan informasi, investor cenderung mengikuti gerakan investor lain dalam mengambil keputusan investasi yang pada akhirnya akan mengabaikan signal miliknya dan mengikuti keputusan mayoritas (perilaku *herding*).

Tidak terdeteksinya *herding* pada pasar saham Indonesia disebabkan karena tidak terjadi kondisi *market stress* sepanjang tahun 2011 - 2015. Pada saat *market stress*, investor cenderung untuk menekan pemikiran mereka dan lebih mengikuti konsensus pasar, sehingga perilaku *herding* cenderung terjadi pada periode ini.

Hasil ini mendukung penelitian Ahsan & Sarkar (2013), penelitian tersebut menyatakan bahwa tidak terdapat *herding* pada *emerging market*, yaitu pada pasar saham Bangladesh. Tidak adanya *herding* pada *emerging market* tersebut menggambarkan bahwa investor telah berperilaku

rasional dalam membuat keputusan investasi berdasarkan informasi yang tersedia di pasar daripada mengikuti konsensus pasar.

Sedangkan penelitian Chang *et al.* (2000) menyatakan bahwa *herding* cenderung terjadi pada *emerging market* terutama pada saat kondisi *market stress*. Pada penelitian tersebut ditemukan bahwa terjadi *herding* pada *emerging market* yaitu Korea Selatan dan Taiwan dengan alasan bahwa perilaku *herding* dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti campur tangan pemerintah, baik dalam kebijakan moneter atau dalam pembelian/penjualan langsung di pasar saham. Kemudian faktor keterbatasan informasi yang berkaitan dengan kondisi pasar saham.

Menurut Chang *et al.* (2000) pada saat kondisi pasar tidak efisien pengetahuan investor terhadap informasi fundamental perusahaan sangat terbatas sehingga memungkinkan mereka untuk mengambil keputusan berdasarkan signal yang lain. Faktor ketiga adalah jumlah *speculator* pada pasar saham Korea Selatan dan Taiwan lebih banyak daripada investor. Menurut Froot, Scharfstein dan Stein (1992) kehadiran *speculator* jangka pendek dapat menyebabkan kualitas informasi menjadi tidak efisien. Jika investor fokus terhadap satu sumber informasi atau tidak ada informasi yang beragam, maka dapat menghasilkan tingkat dispersi *return* yang dekat.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada indikasi perilaku *herding* pada pasar saham Singapura dalam kondisi pasar yang berbeda-beda. Hal ini juga menunjukkan bahwa investor di pasar saham Singapura memiliki perilaku yang rasional dalam mengambil keputusan investasinya. Investor telah teredukasi dengan baik dan memiliki pengetahuan yang cukup mengenai perdagangan saham di bursa, selain itu ketersediaan informasi mengenai pergerakan pasar saham juga mempengaruhi keyakinan investor terhadap analisisnya. Seperti pendapat Andersson (2009) bahwa informasi yang lebih baik dan lebih jelas dapat meningkatkan keyakinan investor terhadap analisisnya dan mengabaikan keputusan dari investor lain.

Hasil temuan ini mendukung penelitian Changet *al.* (2000) yang menyatakan bahwa *herdingsulit* terjadi pada *developed market*. Dalam penelitiannya terbukti bahwa tidak ditemukan perilaku *herding* pada *developed market*, yaitu Amerika dan Hong Kong. Menurut Chang *et al.* (2000), informasi ekonomi memiliki peran yang besar dalam proses pengambilan keputusan investasi, sedangkan *developed market* mampu memberikan informasi ekonomi tersebut dengan lebih baik.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Fotini *et al.* (2010), menyatakan bahwa indikasi perilaku *herding* terdeteksi pada pasar saham Italia, Yunani, dan Portugis. Menurut Fotini *et al.* (2010) terdapat *herding* di ketiga *developed market* tersebut dikarenakan terdapat kondisi *market stress* yang cukup panjang, yaitu pada saat krisis ekonomi global tahun 2008. Sehingga disimpulkan bahwa krisis keuangan global menyebabkan investor menjadi tidak rasional dalam mengambil keputusan investasinya di pasar saham. Walaupun demikian, dalam penelitiannya juga terdapat *developed market* yang tidak terindikasi *herding* yakni pasar saham Spanyol.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Pendeteksian terhadap pasar saham Indonesia diperoleh nilai α_2 yang positif dan signifikan pada tiap level kuantil, artinya tidak ditemukan gejala perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia dalam kondisi pasar yang berbeda. Tidak terdeteksinya *herding* di pasar saham Indonesia disebabkan karena tidak terjadi pergerakan harga yang ekstrim atau kondisi *market stress* berkepanjangan selama tahun 2011–2015. Seperti yang dikemukakan oleh Chang *et al.* (2000) bahwa perilaku *herding* cenderung terjadi pada *emerging market* dan dominan pada saat kondisi *market stress*. Kemudian Demier & Kien (2001) mengungkapkan bahwa pada saat *market stress* investor cenderung untuk menekan pemikiran mereka dan lebih mengikuti konsensus pasar, sehingga perilaku *herding* terjadi pada periode ini.

Pengujian pada pasar saham Singapura diperoleh nilai keefisien α_2 yang positif dan signifikan pada tiap level kuantil. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada indikasi perilaku *herding* pada pasar saham Singapura baik saat *market stress*, normal, dan *high return*.

Secara umum, dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa investor di pasar saham Indonesia dan Singapura telah berperilaku rasional dalam mengambil keputusan investasinya. Hal ini dikarenakan informasi-informasi yang dibutuhkan oleh investor untuk menganalisis kondisi



perusahaan dan pergerakan harga saham di pasar dapat diakses dengan baik sehingga investor menjadikannya sebagai dasar analisis investasi. Selain itu juga disebabkan oleh kemampuan dan pengetahuan investor dalam mengolah informasi tersebut sehingga menjadi suatu dasar analisis dalam pengambilan keputusan investasi.

Pendeteksian perilaku *herding* pada berbagai kondisi pasar tidak terbukti dalam penelitian ini, sehingga diharapkan penelitian selanjutnya mampu membuktikan adanya aktivitas *herding* dengan mengambil sampel saat kondisi pasar saham mengalami krisis atau *market stress*.

Walaupun penelitian mengenai pendeteksian perilaku *herding* sudah cukup banyak dilakukan di berbagai negara, namun pendeteksian pada kondisi pasar yang berbeda dengan menggunakan metode analisis regresi kuantil masih terbatas. Analisis regresi kuantil dapat memberikan hasil yang lebih spesifik karena data di distribusikan dalam kuantil-kuantil tertentu.

REFERENSI

- Ahsan, A.F.M Mainul, Sarkar, Ahasan H. 2013. *Herding in Dhaka Stock Exchange*. Journal of Applied Business and Economics. Vol. 14 (2).
- Chang, E.C., Cheng, J.W., Khorana, A.2000.*An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective*. Journal of Banking and Finance, 24, 1651–1679.
- Chandra, Maximilian. 2012. “Pengukuran dan Analisis Perilaku Herding pada Saham IPO Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011”. Tesis, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- El-Shiaty, Dalia, Ahmed Abdelmotelib B. 2014. *Herding Behaviour In the Stock Market : An Empirical Analysis of the Egyptian Exchange*. Working Paper, 37. Faculty of Management Technology, German University in Cairo.
- Frost, Prechter. 2005. *Elliot Wave Principle*. Georgia : New Classics Library
- Gunawan, Hari Wijayanto, Noer A. Achsani, La Ode Abdul rahman. 2011. *Pendeteksian Perilaku Herding pada Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik*. Economic and Finance Journal, 16-23. Forum Statistika dan Komputasi, Institut Pertanian Bogor.
- Khan Haroon, Hassairi Slim A., Viviani Jean Laurent. 2011. *Herd Behavior and Market Stress : The Case of Four European Countries*. *International Business Research* Vol. 4, No. 3; July 2011.
- Lao Paulo, Singh Harminder. *Herding Behaviour in the Chinese and Indian Stock Markets*.
- Nugroho, Erwin. 2011. “Herding Investor Lokal-Asing dan Hubungan Jangka Panjangnya Terhadap Imbal Hasil Abnormal pada Bursa Efek Indonesia”. Tesis. Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Ouarda, Abdelfatteh El Bouri, Olivero Bernard. 2013. *Herding Behavior under Markets Condition: Empirical Evidence on the European Financial Markets*. *International Journal of Economics and Financial*, 214-228.
- Baddeley, M., C. Burke, W. Schultz, P. Tobler. 2012. *Herding in Financial Behaviour : A Behavioural and Neuroeconomic Analysis of Individual Differences*. CWPE 1225.
- Yao, Juan. Chuancan Ma, William Peng He. 2013. *Investor herding behaviour of Chinese stock market*. *International Review of Economics and Finance* 29 (2014), 12-29.