

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

A. Deskripsi Konseptual.

1. *Efficient Market Hypothesis.*

Hartono menjelaskan bahwa perubahan harga suatu sekuritas saham di waktu yang lalu tidak dapat digunakan dalam memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang.¹ Perubahan harga saham di dalam pasar efisien mengikuti pola random walk, dimana penaksiran harga saham tidak dapat dilakukan dengan melihat kepada harga-harga historis dari saham tersebut, tetapi lebih berdasarkan pada semua informasi yang tersedia dan muncul dipasar. Informasi yang masuk ke pasar dan berhubungan dengan suatu sekuritas saham akan mengakibatkan kemungkinan terjadinya pergeseran harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat terhadap suatu informasi yang masuk dan segera membentuk harga keseimbangan yang baru, maka kondisi pasar yang seperti ini yang disebut dengan pasar efisien.

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*).

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk yang lemah adalah apabila harga-harga dari saham atau sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi dikatakan masa lalu jika

¹ Hartono. Loc.cit. hlm 548

informasi tersebut sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini sangat berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak dapat dihubungkan dengan nilai yang sekarang. Dengan begini nilai-nilai di masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*).

Pasar dapat dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas saham secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Pasar dapat dikatakan efisien dalam bentuk yang kuat apabila harga-harga sekuritas saham secara penuh mencerminkan seluruh informasi yang tersedia termasuk informasi yang sangat rahasia sekalipun. Jika pasar efisien dalam bentuk ini memang ada, maka individual investor atau grup dari investor yang mendapatkan keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*).

2. *Capital Asset Pricing Model*.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan model untuk menentukan harga suatu asset. Model ini mendasarkan diri pada kondisi ekuilibrium. Dalam keadaan ekuilibrium, tingkat keuntungan yang

disyaratkan oleh pemodal untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham.²

Model CAPM diperkenalkan oleh Treynor, Sharpe dan Litner. Model CAPM merupakan pengembangan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz dengan memperkenalkan

istilah baru yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko spesifik/risiko tidak sistematis (*specific risk /unsystematic risk*). Pada tahun 1990, William Sharpe memperoleh nobel ekonomi atas teori pembentukan harga aset keuangan yang kemudian disebut Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Pada CAPM, portofolio pasar sangat berpengaruh karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta (tingkat sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar). Kelebihan beta terletak pada stabilitasnya, bahwa “Beta yang dihitung berdasarkan data historis dapat digunakan untuk mengestimasi beta di masa datang.³ Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa beta historis mampu menyediakan informasi tentang beta masa depan.” Pada CAPM, semua faktor makro disatukan ke dalam satu faktor, yaitu *return* market portofolio. CAPM merupakan model yang bisa menggambarkan atau memprediksi realitas di pasar yang bersifat

² Brendy. Dasar Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan. 2013, hlm 194

³ Ibid. hlm 377

komplek, meskipun bukan kepada realitas asumsi-asumsi yang digunakan. Oleh karena itu, CAPM sebagai salah satu model keseimbangan dapat membantu untuk menyederhanakan gambaran nyata hubungan antara risk dan *return*.

Perhitungan CAPM didasarkan pada kondisi ekulibrium (seimbang). “Ekulibrium pasar terjadi jika harga-harga dari aktiva berada di suatu tingkat yang tidak dapat memberikan insentif lagi untuk melakukan perdagangan spekulatif”.⁴ Pada kondisi ekulibrium, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh risiko saham tersebut. Risiko saham dalam CAPM diukur dengan beta (β). Dalam CAPM, tingkat pengembalian yang diharapkan [$E(R_i)$] ditentukan oleh tingkat pengembalian pasar (R_m), tingkat pengembalian bebas risiko (R_f), dan risiko sistematis (β). Dengan metode CAPM, investor diharapkan dapat mengukur kinerja saham.

Rumusnya adalah seperti berikut;

$$R_i = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

Sedangkan rumus CAPM untuk *expected return* saham adalah;

$$E(R_i) = R_f + B_i\{E(R_m) - R_f\}$$

Dimana:

Ri: *Return* saham i

⁴ Ibid. hlm 489

Rf: *Return* bebas resiko

Bi: Beta saham i

Rm: *Return* Market

3. *Behavioural Finance*.

Behavior Finance atau perilaku keuangan merupakan hasil dari interaksi dari psikologis dengan tingkah laku keuangan dan performa dari semua tipe kategori investor. Lebih lanjut Shefrin⁵ menjelaskan bahwa para investor harus lebih berhati-hati dalam melakukan investasi yang mereka buat agar tidak terjadi kesalahan dalam melakukan perhitungan (*judgement*). Shefrin juga menyatakan bahwa kesalahan dari satu investor dapat menyebabkan keuntungan bagi investor lain. Selanjutnya, Ritter (2003:429) berpendapat bahwa perilaku keuangan adalah perilaku yang didasarkan atas psikologi yang mempengaruhi proses keputusan yang tunduk kepada beberapa ilusi kognitif. Ilusi ini dibagi ke dalam dua kelompok yaitu, ilusi yang disebabkan karena proses keputusan yang bersifat heuristik dan ilusi yang diadopsi dari mental frame yang ada pada teori prospek.⁶ Perilaku keuangan lainnya yang juga turut muncul dan berpengaruh pada keputusan investor terkait dengan performa investasi yaitu *herding* dan faktor pasar.

⁵ Shefrin, *Loc.Cit*

⁶ Waweru. *Loc.Cit*

Behavioural Finance dibagi menjadi tiga jenis yaitu;⁷

a. Heuristik.

Heuristik dapat diartikan sebagai *rules of thumb* atau ketentuan umum, yang terkait dengan sikap untuk membantu proses pengambilan keputusan menjadi lebih mudah, khususnya pada lingkungan yang bersifat kompleks dan tidak pasti, dengan mengukur probabilitas dan memprediksi nilai saham sehingga diharapkan dapat mengurangi kompleksitas tersebut. Ada lima penyimpangan kognitif yang dapat menimbulkan heuristik yaitu, representativeness, availability bias, anchoring, gambler's fallacy and overconfidence, yaitu:

1) *Representativeness*.

Representativeness adalah penilaian berdasarkan *stereotypes*, yakni dua hal yang memiliki kualitas yang sama pasti sama. Misalnya investasi yang baik adalah investasi pada perusahaan yang baik. Indikator yang digunakan yaitu, dalam menentukan tempat berinvestasi investor selalu memilih perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus.

2) *Availability Bias*.

⁷ Lubis. 2013. *Perilaku Investor Keuangan*: hlm 17.

Availability bias adalah salah satu bentuk penyimpangan kognitif yang terjadi ketika investor terlalu sering menggunakan informasi yang mudah diperoleh. Pada perdagangan saham, penyimpangan ini mencerminkan kecendrungan diri sendiri, dimana investor sangat familiar dengan kondisi tersebut sehingga sangat mudah memperoleh informasi tersebut, meskipun prinsip fundamental menyebutkan bahwa manajemen portofolio merupakan usaha untuk melakukan optimisasi.

3) *Anchoring*.

Anchoring adalah penyimpangan kognitif yang mendeskripsikan tentang situasi saat seseorang menggunakan penilaian awal untuk melakukan estimate, dimana penyimpangan ini mengarah pada perbedaan *estimate yield*. Pada pasar keuangan, anchoring muncul ketika hasil observasi memperlihatkan bahwa skala nilai sudah tetap dan investor cenderung memperhatikan harga penawaran awal saat ingin menjual atau menganalisis. Harga yang sekarang terjadi umumnya dipengaruhi oleh kejadian di masa lalu. Anchoring menyebabkan investor untuk menegaskan range harga saham atau income suatu perusahaan berdasarkan trend historis, sehingga menghasilkan under reaction pada perubahan yang tidak diduga. *Anchoring* memiliki hubungan dengan representativeness karena anchoring merupakan refleksi suatu

kondisi dimana investor umumnya berfokus pada peristiwa saat ini dan terlalu optimis saat terjadi kenaikan pasar, serta terlalu pesimis saat terjadi penurunan pasar.

4) *Gambler's fallacy.*

Keyakinan bahwa sekelompok kecil sampel dapat mewakili populasi yang dikenal dengan "*law of small numbers*" merupakan pembuka munculnya *gamblers' fallacy*. Khusus di bursa saham, *gamblers' fallacy* muncul saat prediksi investor tidak akurat yang kemudian dibandingkan dengan *return* akhir yang diperoleh.

5) *Overconfidence.*

Overconfidence adalah perasaan percaya pada dirinya sendiri secara berlebihan. *Overconfidence* membuat investor *overestimate* terhadap pengetahuan yang dimiliki oleh investor itu sendiri, dan *underestimate* terhadap prediksi yang dilakukan karena investor melebih-lebihkan kemampuannya.

Overconfidence juga mempengaruhi investor berperilaku mengambil resiko, investor yang rasional berusaha untuk memaksimalkan keuntungan sementara memperkecil jumlah dari resiko yang diambil. *Overconfidence* juga dapat menyebabkan investor menanggung resiko yang lebih besar dalam melakukan

keputusan untuk berinvestasi. Indikator yang digunakan yaitu, “pengetahuan investor, dapat membantu investor dalam berinvestasi; kemampuan investor, dapat membantu investor dalam berinvestasi”.

b. Prospek.

Teori prospek dikembangkan oleh dua orang psikolog, Daniel Kahneman dan Amos Tversky di awal tahun 80-an yang pada dasarnya mencakup dua disiplin ilmu, yaitu psikologi dan ekonomi (*psikoekonomi*). Titik berangkatnya adalah pada analisis perilaku seseorang dalam mengambil keputusan ekonomi di dalam dua pilihan. Teori prospek dimulai dengan penelitian Kahneman dan Tversky terhadap perilaku manusia yang dianggap aneh dan kontradiktif dalam mengambil suatu keputusan. Subyek penelitian yang sama diberikan pilihan yang sama namun diformulasikan secara berbeda, dan mereka menunjukkan dua perilaku yang berbeda.

Teori prospek merupakan teori yang terkait dengan sikap yang berfokus pada proses pengambilan keputusan yang mempengaruhi sistem penilaian seorang investor. Secara singkat dapat dikatakan teori prospek menunjukkan, bahwa orang akan memiliki kecenderungan irasional untuk lebih enggan mempertaruhkan keuntungan daripada kerugian. Dalam kondisi rugi, seseorang akan cenderung lebih nekat

menanggung resiko dibandingkan pada kondisi berhasil. Seseorang akan merasakan seolah-olah nilai kekalahan sejumlah uang tertentu dalam suatu taruhan lebih menyakitkan daripada nilai kemenangan dari sejumlah uang yang sama, sehingga dalam situasi rugi orang lebih nekat untuk menanggung resiko.

Teori prospek mendeskripsikan beberapa pernyataan yang mempengaruhi proses berpikir seseorang saat mengambil keputusan. Komponen dari teori prospek ini yaitu, *regret aversion*, *loss aversion*, and *mental accounting*.

1) *Regret aversion*.

Penyesalan adalah emosi yang muncul setelah seseorang melakukan kesalahan. Investor menghindari sikap penyesalan ini dengan menolak untuk menjual saham dengan performa yang terus menurun dan menginginkan untuk menjual saham saat performanya semakin meningkat. Regret aversion berusaha mencegah rasa sakit dari penyesalan yang dihubungkan dengan kesalahan keputusan. *Regret aversion* juga membuat investor terlalu khawatir tentang perubahan di pasar keuangan yang menghasilkan kerugian. Ketika investor mengalami hasil investasi yang negatif, secara naluri mereka merasa didorong untuk konservatif dan mundur. Walaupun demikian, saat terjadi penurunan harga saham sebahagian yang lain sering menjadikan

ini sebagai peluang untuk membeli saham tersebut. *Regret aversion* tidak terjadi hanya pada saat mengalami kerugian tetapi juga pada saat seseorang mengalami keuntungan. Regret aversion biasanya membuat investor enggan untuk memilih pilihan lain. Seperti contoh, untuk menjual saham yang nilainya naik terus jika dilihat dari indikator yang mengisyaratkan dengan tegas investor harus melakukan keputusan jual. Tetapi, dengan adanya regret aversion ini maka investor berpegang teguh pada posisi tersebut dimana seharusnya dia jual.

Regret aversion juga dapat menyebabkan beberapa hal yaitu, investor menjadi terlalu konservatif; terlalu antipati terhadap pasar karena pasar turun terus menerus; investor pada posisi rugi yang cukup lama; muncul perilaku *herding* pada investor; investor menyukai *good companies*; investor akan menunggu untuk melakukan aksi menjual saham dengan performa yang bagus.

2) *Loss Aversion*.

Investor akan lebih merasa terluka ketika mengalami loss dari pada mengalami gain meskipun dalam jumlah yang sama. Perasaan kecewa yang dialami oleh investor yang mengalami loss bisa dua kali lebih dalam dari pada mengalami gain meskipun dalam jumlah yang sama. Indikator yang digunakan yaitu, “tingkat kekecewaan saya jauh lebih tinggi pada saat mengalami kerugian

daripada tingkat kepuasan yang saya peroleh setelah mendapatkan keuntungan dalam jumlah yang sama”.

3) *Mental Accounting.*

Investor yang mempunyai *mental accounting* dalam pengambilan keputusan saat bertransaksi ialah investor yang mempertimbangkan *cost* dan *benefit* dari keputusan yang diambil. Dengan seperti itu investor merasa aman. Dalam arti investor lebih aman dalam melakukan transaksi sehingga bisa meminimalkan resiko karena adanya pertimbangan *cost* dan *benefit* yang akan diperoleh dengan keputusan yang diambil misalnya resiko terjadinya *loss* dalam jumlah yang besar. Indikator yang digunakan yaitu, “dalam berinvestasi investor selalu menghitung keuntungan yang akan diperoleh; dalam melakukan investasi investor selalu menghitung biaya yang akan dikeluarkan”.

c. *Herding*

Herding di pasar keuangan diidentifikasi sebagai suatu kecenderungan perilaku investor mengikuti tindakan investor yang lain. *Herding* juga biasa disebut sebagai korelasi dalam perdagangan saham yang terjadi dari interaksi antar investor. Sedangkan menurut Ramli, *et al*, *herding* adalah perilaku para investor yang mengikuti keputusan yang diambil oleh investor lainnya tanpa perhitungan yang

rasional⁸. Pada perspektif perilaku, *herding* dapat menyebabkan munculnya penyimpangan emosi. Investor lebih memilih melakukan *herding* saat mereka percaya bahwa *herding* dapat menolong mereka untuk memperoleh informasi yang berguna dan dapat dipercaya. *Herding* dapat menyebabkan tindakan irasional yang berkenaan pada harga, khususnya harga saham yang dipengaruhi sentimen tertentu, yang sulit untuk dijelaskan.

Tindakan *herding* ini dapat dilihat dari empat indikator yaitu, aksi jual beli; saham yang dipilih untuk diperdagangkan; volume saham yang diperdagangkan; kecepatan melakukan *herding*.

Berdasarkan penelitian oleh Chang, *et al*⁹ maka untuk menghitung *herding*, dapat digunakan rumus sebagai berikut;

$$CSAD = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n |R_{it} - R_{mt}|$$

Dimana

Rit : *return* saham individual pada periode t periode yang sama

Rmt : *return* pasar pada periode t periode yang sama

n : jumlah perusahaan dalam sampel

⁸ Ramli. 2014. Information asymmetry and the role of foreign investors in daily transactions during the crisis; A study of herding. *The Journal of Applied Business Research*, Vol 32, 269-288

⁹ Chang, *Loc.Cit*

Sedangkan untuk analisis regresinya, kita dapat menggunakan rumus sebagai berikut;

$$CSAD_t = \alpha + y_1 |R_{m,t}| + y_2 (R^2_{m,t}) + \varepsilon_t$$

Dimana

α : variabel intersept

y_1 : koefisien linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar

y_2 : koefisien non-linear antara CSAD dan *return* portofolio pasar

$R_{m,t}$: *return* pasar pada periode t

ε_t : standard error

Untuk mengetahui ada atau tidaknya indikasi *herding* bisa dilihat dari hubungan koefisien dari R^2_m terhadap Y. apabila hubungannya negative maka, terdapat indikasi perilaku *Herding*.

Ada beberapa penyebab potensial timbulnya perilaku *herding* di pasar keuangan, yaitu *information-based herding*, *reputation based herding* dan *compensation-based herding*.¹⁰

a. *Information-based Herding*.

¹⁰ Lubis. 2013. *Op.Cit.*: hlm 21

Perilaku tersebut disebabkan oleh kurangnya rasa keyakinan dan percaya diri dari investor mengenai private information yang dimiliki dan adanya ketidakpastian mengenai kualitas dari *public information*. Sebagai akibatnya, investor tidak menghiraukan private information yang mereka miliki dan lebih memilih untuk mengikuti perilaku herd yang membuat kondisi pasar semakin tidak efisien.

b. *Reputation-based Herding*.

Perilaku tersebut diperkenalkan oleh Schafarstein dan Stein pada tahun 1990. Kedua peneliti tersebut berargumen bahwa *reputational-based herding* dapat digolongkan kedalam perilaku yang rasional bagi manager yang meniru keputusan investasi dari orang lain. Reputation yang dimaksud disini yaitu lebih kepada jenjang karir dari seorang manager keuangan. Para manager keuangan memanipulasi dan meniru keputusan investasi manager lainnya agar dapat mendekati consensus pasar, supaya keputusan yang mereka lakukan akan relatif sama dengan peers mereka.

c. *Compensation-based Herding*.

Perilaku tersebut berpotensi timbul apabila kompensasi seorang manager investasi bergantung pada perbandingan antara kinerja manager tersebut dengan sesama manager professional yang lain . Secara sederhana, Bickchandahani dan Sharma pada

tahun 2001 menganalogikan kondisi tersebut seperti berikut ini. Terdapat seorang investor (agent), dan investor tersebut menjadikan seorang investor lain sebagai “*benchmark*” atau tolak ukur dalam hal kinerja portofolio. Pada suatu waktu, kedua investor tersebut memiliki informasi yang tidak sempurna (imperfect information) mengenai tingkat *return* saham. Investor yang dijadikan “*benchmark*” tersebut mengambil suatu keputusan investasi lebih dahulu, kemudian investor agent mengamati investor “*benchmark*” tersebut dan meniru keputusan investasi “*benchmark*” tersebut. Kemudian, seperti information-based *herding*, investor agent akan terdorong untuk meniru tindakan dari investor “*benchmark*” agar kinerja portofolio agent dapat se-optimal kinerja portofolio dari “*benchmark*”. Selanjutnya, skema dari kompensasi agent pun akan serupa dengan skema kompensasi dari “*benchmark*” dikarenakan kinerja portofolio mereka relatif sama.

4. *Return* Pasar.

Return adalah hasil yang diperoleh dari investasi.¹¹ Sedangkan menurut Brigham dan Houston, *return* adalah selisih dari jumlah yang diterima dengan jumlah yang telah diinvestasikan kemudian dibagi dengan jumlah yang telah diinvestasikan.

¹¹ Jogiyanto 2013: 235

Sedangkan pasar adalah kumpulan daftar perusahaan yang berupa komposisi rata rata pergerakan saham pada jenis yang sama.¹²

Dari pengertian diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa *return* pasar adalah selisih rata rata pasar dari jumlah yang diterima dengan jumlah rata rata pasar yang telah diinvestasikan kemudian dibagi dengan jumlah rata rata pasar yang telah diinvestasikan.

Rumus *Return* Pasar:

$$\text{Saham Indonesia: } R_{mt} = \frac{LQ45_t - LQ45_{(t-1)}}{LQ45_{(t-1)}}$$

$$\text{Saham Malaysia: } R_{mt} = \frac{KLSI_t - KLSI_{(t-1)}}{KLSI_{(t-1)}}$$

$$\text{Saham Singapura: } R_{mt} = \frac{STI_t - STI_{(t-1)}}{STI_{(t-1)}}$$

$$\text{Saham Thailand: } R_{mt} = \frac{SET100 - SET100_{(t-1)}}{SET100_{(t-1)}}$$

Dimana:

Rm = *Return* Pasar

LQ45 = Indeks Pasar Indonesia

KLSI = Indeks Pasar Malaysia

STI = Indeks Pasar Singapura

¹² https://id.wikipedia.org/wiki/Indeks_pasar_saham

SET = Indeks Pasar Thailand

t = periode penelitian

B. Hasil Penelitian yang Relevan.

1. Chang, *et al* (2000).

Peneliti ini yang pertama kali menemukan metode penelitian menggunakan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), dimana dengan menggunakan metode ini peneliti yakin dapat mendeteksi perilaku *herding* yang ada di pasar saham yang dimana metode sebelumnya yaitu *Cross-Sectional Sectoral Deviation* (CSSD)

Peneliti tersebut melakukan pendeteksian perilaku *herding* di bursa saham US, Hong Kong, Jepang, Korea Selatan dan Taiwan pada periode tahun 1976 – 1985. Data yang digunakan yaitu data *closing price* saham secara harian. Hasil penelitian tersebut adalah, ditemukan bukti yang signifikan bahwa perilaku *herding* terjadi di bursa saham Taiwan dan Korea Selatan. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2 mt) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

2. Gunawan, *et al* (2011).

Peneliti ini bertujuan mendeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di Hongkong, Jepang, Indonesia, Selandia Baru, Australia, Cina, Malaysia, Korea Selatan, Amerika, Filipina, dan Singapura. Peneliti ini menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation*

(CSAD) dengan data *closing price* saham secara harian dari tahun 2005 sampai 2010. Hasil penelitian tersebut menunjukkan, bahwa perilaku *herding* paling banyak ditemukan di pada saat kondisi pasar saham saat *stress* dan tidak saat kondisi pasar normal. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

3. Kumar, *et al* (2017)

Peneliti ini melakukan riset terhadap perilaku *herding* pada pasar modal di Negara India. Kumar dkk meneliti pada periode dari april 2009 hingga Oktober 2015 pada sektor teknologi dan informasi. Metode yang digunakan adalah CSAD. Hasilnya dari penelitian ini adalah terdapat perilaku *herding* pada sektoral ini. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt). Para investor melakukan perilaku *herding* terutama pada saat *bear and bull phase* dan kondisi pasar sedang ekstrim.

4. Yao (2014).

Peneliti ini melakukan riset terhadap perilaku *herding* pada pasar modal di Negara China. Penelitian ini menggunakan data dari January 1999 sampai December 2008 pada semua saham yang terdaftar di Shanghai Stock Exchange (SHSE) dan the Shenzhen Stock Exchange (SZSE). Metode yang

digunakan adalah CSAD. Hasilnya dari penelitian ini adalah terdapat perilaku *herding* pada sektoral ini. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt). Hasil dari penelitian ini adalah adanya perilaku *herding*

5. Guney, *et al* (2016).

Peneliti ini bertujuan medeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di Afrika (Botswana, Ghana, Kenya, Namibia, Nigeria, Tanzania and Zambia) . Penelitian ini menggunakan data dari January 2002 sampai July 2015. Peneliti ini menggunakan metode Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa adanya perilaku *herding* yang terjadi. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

6. Chiang, *et al* (2013).

Peneliti ini bertujuan medeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di Australia, China, Hong Kong, Indonesia, Japan, Malaysia, South Korea, Singapore, Thailand, and Taiwan. Penelitian ini menggunakan data dari 1997 sampai 2008. Peneliti ini menggunakan metode Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa

adanya perilaku *herding* yang terjadi. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

7. Zheng, *et al* (2010).

Peneliti ini bertujuan medeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di Australia, France, Germany, Hong Kong, Japan, the United Kingdom, United States, Argentina, Brazil, Chile, and Mexico, China, South Korea, Taiwan, Indonesia, Malaysia, Singapore, dan Thailand. Penelitian ini menggunakan data dari Mei 1988 sampai April 2009. Peneliti ini menggunakan metode Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa adanya perilaku *herding* yang terjadi. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

8. Sarkar, *et al* (2013).

Peneliti ini bertujuan medeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di Bangladesh pada periode 2009 sampai 2011. Peneliti ini menggunakan metode Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak ada perilaku *herding* yang terjadi. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) yang

berhubungan positif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

9. Ting Lan (2014).

Peneliti ini bertujuan mendeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di 30 provinsi China dari tahun 1998 hingga 2013. Peneliti ini menggunakan metode Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan, bahwa perilaku *herding* ditemukan di pasar saham seluruh provinsi. Indikasi tersebut ditandai dengan variabel *return* pasar kuadrat (R^2 mt) yang berhubungan negatif dan signifikan dengan variabel dispersi *return* saham (CSADt).

10. Filip (2015).

Peneliti ini bertujuan mendeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di Republik Ceko, Polandia, Hungaria, Romania and Bulgaria, pada periode Januari 2008 sampai Desember 2010. Peneliti ini menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa, perilaku *herding* terjadi di semua objek penelitian kecuali negara Polandia..

11. Nuffus, *et al.*(2013)

Peneliti ini bertujuan mendeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham saham yang ada di bursa Kompas 100, pada periode Januari 2008

sampai Desember 2012. Peneliti ini menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil dari penelitian ini diketahui bahwa pada bursa Kompas 100 tidak ada perilaku *herding*.

12. Ramadhan, *et al* (2016).

Peneliti ini bertujuan mendeteksi ada atau tidaknya perilaku *herding* di saham-saham yang ada di Republik Indonesia dan Singapura, pada periode 2011 sampai Desember 2015. Peneliti ini menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) dengan data closing price saham secara harian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa, perilaku *herding* tidak terjadi.

C. Kerangka Teoritik.

Salah satu indikasi adanya perilaku *herding* yaitu, dapat dilihat baik dari tingginya jumlah *volume buy* atau *volume sell*, maupun dari tingginya atau rendahnya jumlah *net sell* atau *net buy* pada waktu yang sama yang dilakukan oleh para investor di suatu bursa saham. Indikasi selanjutnya yaitu, terdapat hubungan yang negatif signifikan antara *return* pasar kuadrat (R^2_{mt}) dan nilai dispersi (CSAD).

Menurut penelitian terdahulu, bahwa negara yang menjadi objek penelitian yaitu, Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Thailand hampir selalu ditemukan

indikasi perilaku *Herding*. Seperti Chiang¹³ menemukan bukti yang signifikan mengenai indikasi perilaku *herding* di bursa saham Indonesia, Singapura, dan Malaysia. Tan, *et al* (2008) menemukan bukti yang signifikan mengenai perilaku *herding* yang ada di Indonesia, Malaysia, Singapura, dan Thailand. Gunawan, *et al*¹⁴ menemukan bukti yang signifikan bahwa perilaku *herding* terjadi di bursa saham di Hongkong, Jepang, Indonesia, Selandia Baru, Australia, Cina, Malaysia, Korea Selatan, Amerika, Filipina, dan Singapura. Sedangkan Nuffus, *et al*¹⁵ tidak menemukan bukti yang signifikan mengenai adanya indikasi perilaku *herding* di bursa saham Kompas 100 yang ada di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang, fenomena di lapangan, dan *research gap* serta perbedaan komponen dalam penelitian yang telah diuraikan tersebut, maka penulis merumuskan masalah yang nantinya dijadikan sebagai acuan dari kajian penelitian yang dilakukan yaitu:

1. Indikasi perilaku *herding* di bursa saham Indonesia.

Indikasi pada negara Indonesia dapat dilihat dari hubungan antara CSAD pada saham perusahaan Indonesia dengan LQ45². Apabila hubungan kedua variabel tersebut terdapat hubungan yang negatif maka terdapat indikasi perilaku *Herding*.

H1 : Terdapat indikasi perilaku *Herding* di bursa saham Indonesia.

¹³ Chiang, *Loc.Cit*

¹⁴ Gunawan, *Loc.Cit*

¹⁵ Nuffus, *Loc.Cit*

2. Indikasi perilaku *herding* di bursa saham Malaysia.

Indikasi pada negara Malaysia dapat dilihat dari hubungan antara CSAD pada saham perusahaan Malaysia dengan KLSI². Apabila hubungan kedua variabel tersebut terdapat hubungan yang negatif maka terdapat indikasi perilaku *Herding*.

H2 : Terdapat indikasi perilaku *Herding* di bursa saham Malaysia.

3. Indikasi perilaku *herding* di bursa saham Singapura.

Indikasi pada negara Singapura dapat dilihat dari hubungan antara CSAD pada saham perusahaan Singapura dengan STI². Apabila hubungan kedua variabel tersebut terdapat hubungan yang negatif maka terdapat indikasi perilaku *Herding*.

H3 : Terdapat indikasi perilaku *Herding* di bursa saham Singapura.

4. Indikasi perilaku *herding* di bursa saham Thailand.

Indikasi pada negara Thailand dapat dilihat dari hubungan antara CSAD pada saham perusahaan Thailand dengan SET100². Apabila hubungan kedua variabel tersebut terdapat hubungan yang negatif maka terdapat indikasi perilaku *Herding*.

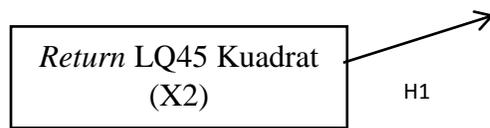
H4 : Terdapat indikasi perilaku *Herding* di bursa saham Thailand.

D. Model Penelitian

1. Pasar Indonesia

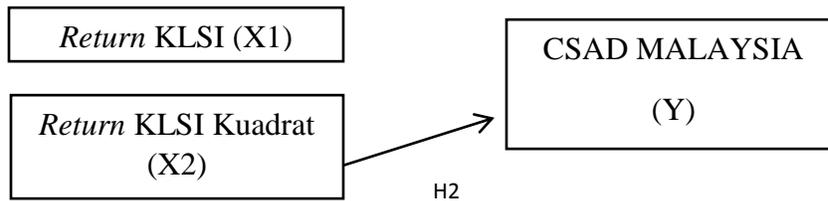
Return LQ45 (X1)

CSAD INDONESIA
(Y)



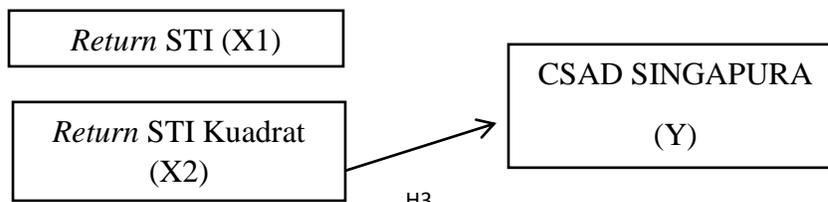
Gambar II.1
Model Penelitian
Sumber: *Data diolah oleh Penulis*

2. Pasar Malaysia



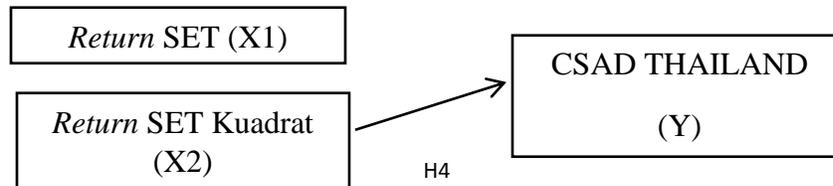
Gambar II.2
Model Penelitian
Sumber: *Data diolah oleh Penulis*

3. Pasar Singapura



Gambar II.3
Model Penelitian
Sumber: *Data diolah oleh Penulis*

4. Pasar Thailand



Gambar II.4

Model Penelitian

Sumber: *Data diolah oleh Penulis*

E. Perumusan Hipotesis.

Berdasarkan latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan pustaka, dan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

H1 : Terdapat indikasi perilaku *herding* di bursa saham Indonesia.

H2 : Terdapat indikasi perilaku *herding* di bursa saham Singapura.

H3 : Terdapat indikasi perilaku *herding* di bursa saham Malaysia.

H4 : Terdapat indikasi perilaku *herding* di bursa saham Thailand.