



Pengaruh Perilaku *Herding* dan Volatilitas IHSG terhadap *Return* Pasar di Bursa Efek Indonesia

Trisnadi Wijaya¹, Faradila Meirisa²
Program Studi Akuntansi¹, Program Studi Manajemen²
STIE Multi Data Palembang, Sumatera Selatan, Indonesia

Abstract. *This study aims to determine the influence of herding behavior and JCI volatility on market returns at Indonesia Stock Exchange during 2014-2018 period. This research applies quantitative research methods. The sample in this study was taken using a saturated sampling technique. The data in this study uses secondary data collected from various sources, such as the Indonesia Stock Exchange, Yahoo! Finance, Bloomberg and Reuters. This study uses multiple linear regression analysis to process data and test hypotheses. The results of this study found that herding behavior had a positive and significant effect on market returns, while the JCI volatility had a positive and significant effect on market returns. Further researchers are advised to add several other variables that can affect market returns, such as inflation rates, interest rates, and others.*

Keywords: *Herding Behavior, JCI Volatility, Market Return.*

Abstrak. *Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya pengaruh perilaku herding dan volatilitas IHSG terhadap return pasar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2018. Penelitian ini menerapkan metode penelitian kuantitatif. Sampel pada penelitian ini diambil menggunakan teknik sampling jenuh. Data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari berbagai sumber, seperti Bursa Efek Indonesia, Yahoo! Finance, Bloomberg dan Reuters. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk mengolah data dan menguji hipotesis. Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa perilaku herding berpengaruh positif dan signifikan terhadap return pasar, sedangkan volatilitas IHSG berpengaruh positif dan signifikan terhadap return pasar. Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menambahkan beberapa variabel lain yang bisa mempengaruhi return pasar, seperti tingkat inflasi, suku bunga, dan lain-lain.*

Kata kunci: *Perilaku Herding, Volatilitas IHSG, Return Pasar.*

Cronicle of Article : Received (16-08-2019); Revised (20-10-2019, 23-12-2019); Accepted (24-12-2019) and Published (20-01-2020).

©2019 Jurnal Inspirasi Bisnis dan Manajemen Lembaga Penelitian Universitas Swadaya Gunung Jati

Profile and corresponding author: Trisnadi Wijaya¹ adalah dosen Program Studi Akuntansi di STIE Multi Data Palembang dan Faradila Meirisa² adalah dosen Program Studi Manajemen di STIE Multi Data Palembang. Jl. Rajawali No. 14, Kota Palembang, Sumatera Selatan 30113. *Corresponding Author* : trisnadi@stie-mdp.ac.id¹ dan faradilameirisa@stie-mdp.ac.id²

How to cite this article : Wijaya, T., & Meirisa, F. (2019). Pengaruh Perilaku *Herding* dan Volatilitas IHSG terhadap *Return* Pasar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Inspirasi Bisnis dan Manajemen*, 3(2), 91–104.

Retrieved form: <http://jurnal.unswagati.ac.id/index.php/jibm>

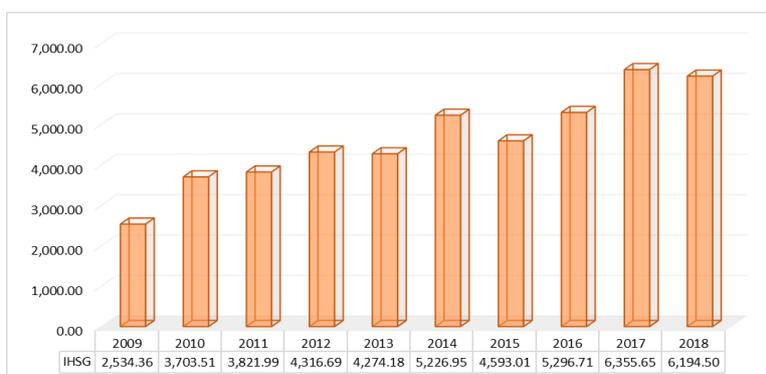
PENDAHULUAN

Keberadaan pasar modal mampu mendukung perekonomian di suatu negara melalui peranannya yang strategis. Dana investasi masyarakat bisa disalurkan melalui pasar modal dan dunia usaha bisa memperoleh pembiayaan yang berasal dari pasar modal. Pasar modal menjadi perantara di mana para investor yang memiliki kelebihan dana bisa memberikannya kepada perusahaan (emiten) yang membutuhkan dana tersebut sehingga dalam hal ini fungsi ekonomi dijalankan oleh pasar modal. Bagi investor berinvestasi di pasar modal akan memperoleh *return* sedangkan bagi emiten dana yang diperoleh dari pasar modal akan dimanfaatkan untuk kepentingan investasi di perusahaannya.

Berlandaskan data yang bersumber dari PT Bursa Efek Indonesia (BEI) tentang kinerja IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) selama 10 tahun terakhir dari 2009 hingga 2018 (Gambar 1) menunjukkan adanya peningkatan kinerja sebesar 144,42%. Peningkatan kinerja IHSG tersebut juga memberikan indikasi bahwa *return* pasar juga mengalami peningkatan. *Return* pasar

memberikan gambaran atau informasi secara global kepada investor mengenai seberapa besar tingkat pengembalian yang diperoleh dari investasi dalam bentuk saham. Ketika kinerja IHSG memburuk dalam artian mengalami penurunan, maka *return* pasar juga akan menurun atau berubah menjadi negatif. Pada tahun 2014 hingga 2015 kinerja IHSG menurun sebesar -12,13% sehingga *return* pasar juga ikut mengalami penurunan sebesar -12,13%. Semakin sensitif IHSG mengalami perubahan, maka tingkat volatilitas IHSG akan semakin tinggi.

Return pasar yang mudah berfluktuasi menjadi salah satu faktor yang memberikan peluang terjadinya perilaku *herding*. Dengan adanya informasi baru yang masuk ke pasar modal, maka IHSG akan mengalami fluktuasi sehingga investor kemudian mengadakan penilaian kembali pada instrumen-instrumen yang akan ditransaksikan di bursa efek. Dengan tingginya volatilitas IHSG, investor harus mampu mengambil keputusan investasi secara cepat dan tepat dengan terlebih dahulu melakukan analisis pada setiap informasi yang bisa dikumpulkan dari pasar modal.



Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2019

Gambar 1. Grafik Perkembangan IHSG Periode 2009-2018

Berdasarkan data yang bersumber dari PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), jumlah investor di Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan pada tahun 2014 hingga tahun 2018, yakni sebesar 343,76% dari 364.465 SID (*Single Investor Identification*) menjadi 1.617.367 SID. Dari data demografi investor di Indonesia saat ini menunjukkan bahwa dominasi pria sebanyak

59,13%, berusia 21-30 tahun sebanyak 39,72%, memiliki pekerjaan sebagai Pegawai Swasta sebanyak 58,27% dan berpendidikan Sarjana sebanyak 51,42%. Peningkatan jumlah investor tersebut bisa menjadi indikasi bahwa telah terjadi peningkatan pada literasi dan inklusi keuangan di masyarakat. Akan tetapi, peningkatan literasi dan inklusi keuangan apabila tidak dibarengi dengan

peningkatan pada kemampuan analisis fundamental dan analisis teknikal akan memicu para investor untuk berperilaku *herding* di pasar.

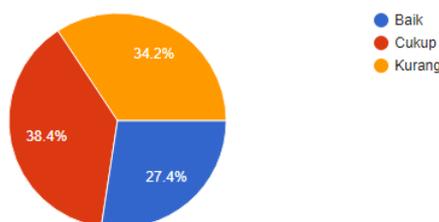
Perilaku *herding* secara sederhana dapat diartikan sebagai perilaku yang meniru keputusan atau tindakan yang diambil oleh investor lain atau sekelompok investor. Menurut Syamni, (2009) investor dapat dikategorikan menjadi dua tipe berdasarkan kemampuannya dalam mencerna informasi, yaitu *uninformed investor* dan *informed investor*. *Informed investor* bisa bereaksi terhadap informasi yang tersedia di pasar serta mengetahui kapan saat yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas pada berbagai kondisi. Sebaliknya, *uninformed investor* memiliki kemampuan atau kesadaran yang kurang baik untuk menampung dan memanfaatkan informasi yang tersedia di pasar. Oleh karena itu, *uninformed investor* cenderung meniru atau menjiplak keputusan investasi yang diambil oleh investor lain.

Dari hasil survei awal yang penulis lakukan dengan melakukan *polling* secara

online pada beberapa forum diskusi *online* investor saham di Indonesia menunjukkan bahwa sebanyak 27,4% investor memiliki kemampuan yang baik pada analisis fundamental (Gambar 2) dan sebanyak 23,3% investor memiliki kemampuan yang baik pada analisis teknikal (Gambar 3). Hal ini bisa saja menjadi tendensi para investor akan berperilaku *herding*. Investor dengan kemampuan analisis fundamental dan teknikal yang kurang/cukup biasanya akan meminta rekomendasi kepada investor yang telah senior atau berpengalaman lebih lama karena dianggap sudah berkemampuan analisis teknikal dan fundamental yang bagus. Untuk memperoleh rekomendasi tersebut, mereka kadangkala harus rela mengeluarkan sejumlah biaya yang tidak sedikit. Dengan bertindak *herding*, investor akan menghemat waktu dan sumber dayanya dalam melakukan analisis informasi karena keputusan investasi bisa diperoleh secara cepat dan valid serta bisa mengurangi perasaan bersalah ketika keputusan investasi yang diambilnya keliru (Natapura, 2009).

Kemampuan dalam Analisis Fundamental

73 responses

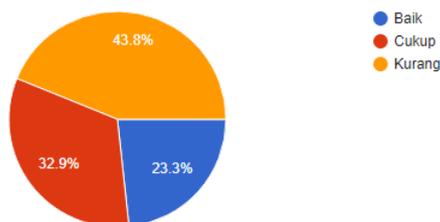


Sumber: Penulis, 2019

Gambar 2. Grafik Kemampuan Analisis Fundamental Investor

Kemampuan dalam Analisis Teknikal

73 responses



Sumber: Penulis, 2019

Gambar 3. Grafik Kemampuan Analisis Teknikal Investor

Perilaku *herding* investor yang terjadi di pasar modal seringkali dihubungkan dengan rasionalitas investor dalam mengambil keputusan investasi. Investor yang rasional selalu berusaha untuk memaksimalkan kemakmurannya dari hasil investasi. Oleh karena itu, mereka akan terus mencari banyak informasi sebelum mengambil keputusan investasi agar keputusannya tepat sehingga tidak menimbulkan risiko kerugian akibat investasi yang keliru. Namun, investor yang tidak rasional cenderung bertindak berdasarkan emosi, subjektivitas, dan berbagai faktor psikologis lainnya.

Menurut (Untari, 2017) beberapa penyebab investor berperilaku tidak rasional, antara lain: a) Faktor Psikologis, seperti takut menyesal, terlalu percaya diri, pesimisme, dan optimisme. Investor yang memiliki ketakutan akan penyesalan biasanya ragu-ragu dalam bertindak dan tidak rasional ketika berinvestasi. Investor yang terlalu percaya diri (*overconfidence*) akan menyebabkan terjadinya peningkatan pada kedalaman pasar dan volume perdagangan yang diharapkan, serta menurunkan utilitas harapan. Investor yang pesimisme dan optimisme mempunyai anggapan bahwa mereka lebih mungkin menderita kerugian daripada memperoleh keuntungan bila dibandingkan dengan investor lain. Apabila timbul keyakinan, sikap optimis investor akan mendorong terjadinya peningkatan perdagangan, sebaliknya sikap pesimis investor akan mendorong terjadinya penurunan perdagangan. b) *Prisoner Dilemma* (Dilema Tahanan), terjadi ketika investor ingin mengambil keputusan investasi yang bertentangan dengan arus pasar di mana investor tidak ingin disebut sebagai pecundang (*loser*) apabila keputusan yang diambilnya ternyata keliru. c) Perilaku *Animal Spirits*, terjadi karena investor gagal dalam mengharapkan pendapatan masa depan secara rasional sehingga menimbulkan disfungsi pasar keuangan dan ekonomi.

Hasil penelitian (Gunawan, Wijayanto, Achسانی, & Rahman, 2011) dan (Komalasari, 2016) menemukan bahwa pada saat pasar

modal berada dalam kondisi *crash*, maka investor memiliki kecenderungan untuk berperilaku *herding*. Namun, investor justru bertindak independen pada saat pasar modal dalam kondisi *bullish*. Penelitian yang dilakukan oleh (Ghufran, Awan, Khakwani, & Qureshi, 2016) dan (Baker, Bradley, & Wurgler, 2011) menyimpulkan bahwa volatilitas memiliki pengaruh yang positif atau searah dan signifikan terhadap *return*. Dengan adanya fenomena yang ditemukan oleh penulis serta referensi hasil penelitian terdahulu, maka penulis tertarik untuk meneliti tentang topik ini.

KAJIAN LITERATUR

Keuangan Perilaku (*Behavioral Finance*)

Bias yang diakibatkan oleh perilaku (*behavioral*) akan mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Dua faktor utama yang dapat mempengaruhi besarnya dampak perilaku terhadap tingkat pengembalian investasi portofolio, yaitu pengolahan informasi yang buruk dan pengambilan keputusan yang tidak berdasarkan analisis informasi. (Bodie, Kane, & Marcus, 2014) mengategorikan beberapa jenis bias dalam pengambilan keputusan yang mengabaikan analisis informasi sebagai berikut:

- a. *Framing*. Investor mungkin menggunakan perspektif yang berbeda dalam merespon harapan imbal hasil yang sama besar. Seorang investor mungkin berperspektif akan adanya potensi keuntungan sementara investor yang lain mungkin berperspektif akan adanya potensi kerugian. Keputusan investor yang memiliki karakter menghindari risiko (*risk averter*) juga akan berbeda dengan keputusan investor yang suka mengambil risiko (*risk seeker*).
- b. *Mental Accounting*. Investor secara tidak sadar akan memberikan porsi dan segmentasi atas kapital yang sama.
- c. *Regret Avoidance*. Investor cenderung merasa lebih menderita atas kerugian investasi yang disadarinya sejak awal akan berpotensi besar untuk rugi. Misalnya, jika investor mengalami kerugian di saham

blue chip, maka hal tersebut hanya akan dirasakannya sebagai nasib buruk dan bukan karena kebodohnya dalam memilih investasi yang salah.

- d. *Prospect Theory*. Seiring dengan meningkatnya keuntungan, investor akan cenderung menuntut tingkat imbal hasil yang semakin tinggi dengan risiko yang semakin tinggi pula. Namun atas alasan perilaku, investor yang telah mengalami kerugian banyak akan cenderung berjudi atas imbal hasil dan risiko yang besar dengan harapan akan membalikkan kerugiannya.

Perilaku Herding

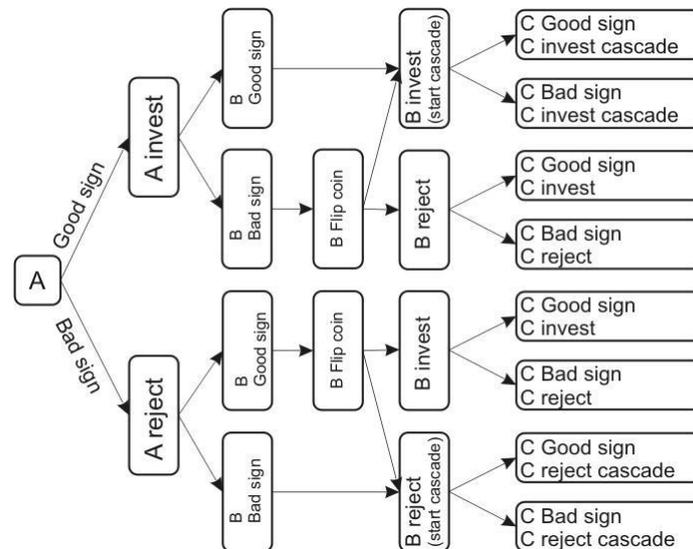
Fenomena yang terjadi pada pasar modal di mana investor melakukan aksi pembelian atau penjualan atas satu atau beberapa saham secara berkelompok disebut sebagai *herding*. Perilaku investor yang tidak rasional karena keputusan investasi yang diambilnya tidak berdasarkan pemikiran dalam bidang ekonomi serta investasi dikategorikan sebagai *herding* menurut teori keuangan klasik. Para investor *herding* ini akan melakukan tindakan yang sama dengan investor lain jika berada dalam kondisi yang sama atau mengikuti konsensus pasar sehingga berdampak terhadap perolehan *return* yang tidak sesuai dengan ekspektasi dan penanggungan risiko yang tidak semestinya diambil.

Perilaku *herding* akan terjadi ketika sekelompok investor melakukan perdagangan di sisi yang sama (*buy* atau *sell*) pada satu atau beberapa sekuritas dalam kurun waktu yang sama atau ketika investor meniru

(imitasi) aksi investor lain. (Bikhchandani & Sharma, 2001) membedakan *herding* menjadi dua jenis, yaitu *intentional herding* (*herding* yang disengaja) dan *unintentional herding* (*herding* yang tidak disengaja).

(Bikhchandani & Sharma, 2001) menguraikan tiga faktor utama yang menyebabkan terjadinya *herding* di kalangan investor bursa saham sebagai berikut:

- a. Adanya informasi yang tidak sempurna dan *cascade* sehingga mengakibatkan terjadinya bias dalam pengambilan keputusan. Ketika investor dihadapkan pada situasi di mana tidak tersedianya informasi yang memadai atau timbulnya keraguan pada informasi yang dimilikinya, maka keputusan investasi yang akan diambilnya cenderung mengacu pada keputusan investasi mayoritas investor dibandingkan dengan sinyal yang dimilikinya atau dikenal dengan istilah *cascade* seperti pada Gambar 4. Berdasarkan Gambar 4 tersebut terlihat jelas bahwa keputusan A untuk berinvestasi mempengaruhi probabilitas keputusan C untuk berinvestasi sebesar 75% dan tidak berinvestasi sebesar 25%. Dengan demikian, keputusan A dan B terdahulu menjadi *cascade* yang mempengaruhi probabilitas keputusan C sebesar 50%. *Cascade* dapat disimpulkan bisa terjadi jika dan hanya jika para pendahulunya memiliki keputusan untuk berinvestasi lebih besar daripada keputusan untuk tidak berinvestasi (*reject*) para pendahulunya yang lain.



Sumber: (Bikhchandani & Sharma, 2001)

Gambar 4. Diagram Cascade

b. Manajer investasi berkepentingan untuk tetap menjaga reputasinya. Setiap manajer investasi mempunyai tingkat kemampuan yang bervariasi. Semakin tinggi kemampuan manajer investasi, maka semakin tinggi pula kemampuan dalam membedakan sinyal informasi yang jelas dari *noise* sehingga keputusan investasi yang mereka ambil bisa berpedoman pada sinyal tersebut. Sebaliknya, manajer investasi yang berkemampuan rendah hanya memperoleh sinyal informasi *noise* sehingga mereka akan mengambil keputusan investasi berdasarkan sinyal *noise* yang dimilikinya atau menyamakan keputusan investasinya dengan manajer lain. Mereka tidak akan berani mengambil risiko dengan melawan arus atau bertentangan dengan manajer investasi lainnya. Dengan demikian, reputasi mereka menjadi terlindungi meskipun salah dalam mengambil keputusan karena manajer investasi lain juga membaca sinyal yang sama. Sebaliknya, manajer investasi yang mengambil keputusan sebelumnya juga masih terlindungi dengan alasan bahwa keputusan yang diambilnya juga disetujui oleh manajer lain.

c. Keputusan manajer investasi juga ikut terpengaruh oleh skema kompensasi yang diberikan oleh perusahaan. Karena kinerja portofolio menjadi indikator kesuksesan

manajer investasi dengan perbandingan kinerja *benchmark* tertentu, maka manajer investasi akan berupaya menunjukkan kinerja portofolio mereka di atas kinerja *benchmark* dan bahkan portofolionya disusun sedekat mungkin dengan *benchmark*. Akibatnya, kemampuan dan ketekunan manajer investasi menjadi tidak terukur dan risiko dalam portofolio tidak menyebar secara sempurna/tidak homogen.

Perilaku *herding* bisa dihitung menggunakan rumus yang dimodifikasi oleh (Gutierrez & Kelley, 2009) dari persamaan (Lakonishok, Shleifer, & Vishny, 1992) sebagai berikut:

$$HERD_t = \frac{B(i)}{B(i) + S(i)}$$

Di mana:

HERD_t = Intensitas *herding*

B(i) = Jumlah *net buy* saham

S(i) = Jumlah *net sell* saham

Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Volatilitas pasar menunjukkan sensitivitas pergerakan indeks pasar yang dimiliki oleh pasar modal di suatu negara. Menurut (Tandelilin, 2017) indeks pasar yang dimiliki oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dikenal sebagai Indeks Harga Saham

Gabungan (IHSG). Tingkat volatilitas pasar di berbagai negara berbeda-beda karena dipengaruhi oleh faktor mikro dan faktor makro dari masing-masing negara. Bursa Efek Indonesia memiliki volatilitas pasar yang cenderung stabil dan kadangkala berada di luar batas rata-rata ketika IHSG sedang dalam *trend* meningkat (*bullish*). Namun, ketika IHSG sedang berada dalam *trend* menurun (*bearish*), maka pasar akan meresponnya dengan *panic selling* sehingga volatilitas pasar menjadi relatif tinggi.

Volatilitas pasar yang semakin tinggi akan meningkatkan risiko pasar sehingga berdampak pula terhadap perilaku investor. Sebagian investor akan mengurungkan niatnya untuk berinvestasi pada saat risiko ketidakpastian *return* pasar menjadi tinggi. Akan tetapi, investor yang bertipe *risk seeker* akan menyukai volatilitas pasar yang tinggi karena kondisi yang menantang demi memperoleh *return* yang optimal.

(Schwert & Smith, 1992) membagi volatilitas dalam pasar keuangan menjadi lima jenis, antara lain:

- Future volatility*. Volatilitas ini bisa memperlihatkan bagaimana harga menyebar di masa depan pada suatu *underlying contract*.
- Historical volatility*. Volatilitas di masa depan yang dibuat menggunakan data historis berdasarkan teori model *pricing*.
- Forecast volatility*. Volatilitas ini bisa memprediksi arah pergerakan harga suatu kontrak di masa depan pada periode tertentu.
- Implied Volatility*. Nilai teoritis yang sama dengan harga pasar bisa dihasilkan oleh volatilitas ini setelah dimasukkan ke dalam model teoritis *pricing*.
- Seasonal volatility*. Volatilitas ini terjadi secara musiman.

Volatilitas IHSG bisa dihitung menggunakan metode *historical volatility* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Vol IHSG} = \sigma \text{IHSG}_t$$

Di mana:

$$\begin{aligned} \text{Vol IHSG} &= \text{Volatilitas IHSG} \\ \sigma \text{IHSG}_t &= \text{Deviasi standar IHSG} \end{aligned}$$

Return Pasar

Imbal hasil (*return*) selalu menjadi salah satu faktor yang memotivasi para investor ketika berinvestasi di pasar keuangan dan sekaligus menjadi *reward* atas investasi berisiko yang dengan berani diambil oleh investor. Investor yang rasional selalu berusaha memaksimalkan *return* dengan mempertimbangkan besarnya risiko yang harus ditanggungnya sehubungan dengan investasi tersebut. (Tandelilin, 2017) membagi dua komponen utama dari *return* investasi, antara lain:

- Yield* adalah sejumlah nominal uang tertentu yang diterima secara periodik sebagai pendapatan atau aliran kas dari suatu investasi.
- Capital gain (loss)* adalah besarnya keuntungan (kerugian) yang diterima sebagai akibat dari kenaikan (penurunan) harga sekuritas.

Dengan demikian, *total return* yang diperoleh oleh investor dari suatu investasi dapat dihitung dengan menjumlahkan *yield* dan *capital gain (loss)* yang diperoleh dari investasi tersebut. Berbeda halnya dengan *return* pada aset tunggal, *return* pasar merupakan *return* yang diperoleh oleh semua investor yang berinvestasi pada suatu pasar keuangan atau *return* dari portofolio pasar.

Return pasar bisa dihitung menggunakan rumus (Hartono, 2017) sebagai berikut:

$$R_{m,t} = \frac{\text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1}}{\text{IHSG}_{t-1}}$$

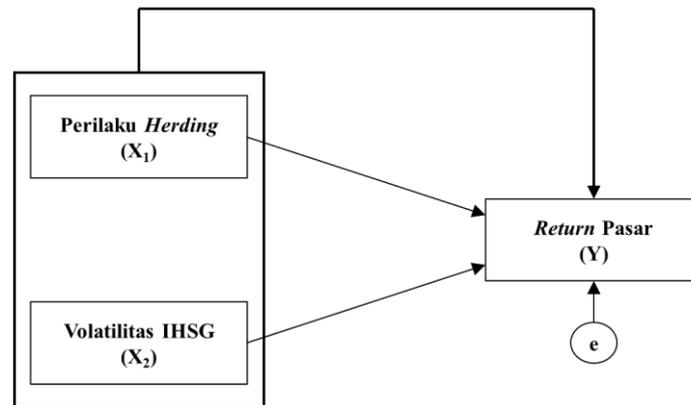
Di mana:

IHSG_t = IHSG pada periode t

IHSG_{t-1} = IHSG pada periode t-1

Kerangka Pemikiran

Gambar 5 di bawah memperlihatkan kerangka pemikiran dari penelitian ini.



Sumber: Penulis, 2019

Gambar 5. Kerangka Pemikiran

Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang akan diuji pada penelitian ini, antara lain:

H₁: Perilaku *herding* berpengaruh signifikan secara parsial terhadap *return* pasar.

H₂: Volatilitas IHSB berpengaruh signifikan secara parsial terhadap *return* pasar.

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menerapkan metode penelitian kuantitatif. Adapun yang melatarbelakangi peneliti memilih metode penelitian kuantitatif karena sudah sesuai dengan tujuan penelitian yang ingin mengetahui pengaruh perilaku *herding* dan volatilitas IHSB terhadap *return* pasar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini tergolong jenis penelitian kausal karena ingin mencari bagaimana dampak dari perilaku *herding* yang dilakukan oleh para investor dan volatilitas IHSB terhadap *return* pasar.

Teknik Pengambilan Sampel

Sampel pada penelitian ini ditentukan dengan menggunakan salah satu metode dari *nonprobability sampling*, yaitu *sampling* jenuh. *Sampling* jenuh atau sensus adalah teknik menentukan sampel di mana semua anggota populasi dijadikan sebagai sampel (Sugiyono, 2010). Periode penelitian ini diambil dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2018 dengan jumlah sampel sebanyak 60.

Sumber Data

Data dari penelitian ini berwujud data sekunder. Peneliti menggunakan metode dokumentasi untuk mengumpulkan data yang berasal dari berbagai sumber, seperti Bursa Efek Indonesia, Yahoo! Finance, Bloomberg dan Reuters.

Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini menggunakan satu variabel dependen (Y), yaitu *return* pasar serta dua variabel independen, yaitu perilaku *herding* (X₁) dan volatilitas IHSB (X₂). *Return* pasar bisa dihitung menggunakan rumus (Hartono, 2017) sebagai berikut:

$$R_{m,t} = \frac{IHSB_t - IHSB_{t-1}}{IHSB_{t-1}}$$

Di mana:

IHSB_t = IHSB pada periode t

IHSB_{t-1} = IHSB pada periode t-1

Perilaku *herding* bisa dihitung menggunakan rumus yang dimodifikasi oleh (Gutierrez & Kelley, 2009) dari persamaan (Lakonishok et al., 1992) sebagai berikut:

$$HERD_t = \frac{B(i)}{B(i) + S(i)}$$

Di mana:

HERD_t = Intensitas *herding*

B(i) = Jumlah *net buy* saham

S(i) = Jumlah *net sell* saham

Volatilitas IHSB bisa dihitung menggunakan metode *historical volatility* dengan rumus sebagai berikut:

$$Vol\ IHS\ G_t = \sigma\ IHS\ G_t$$

Di mana:

Vol IHS G = Volatilitas IHS G

$\sigma\ IHS\ G_t$ = Deviasi standar IHS G

Operasionalisasi variabel yang digunakan pada penelitian ini secara ringkas dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Indikator	Skala
Return Pasar (Y)	$R_{m,t} = \frac{IHS\ G_t - IHS\ G_{t-1}}{IHS\ G_{t-1}}$	Rasio
Perilaku <i>Herding</i> (X ₁)	$HERD_t = \frac{B(i)}{B(i) + S(i)}$	Rasio
Volatilitas IHS G (X ₂)	$Vol\ IHS\ G = \sigma\ IHS\ G_t$	Rasio

Sumber: (Hartono, 2017); (Gutierrez & Kelley, 2009)

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda yang dirumuskan dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon$$

Di mana:

Y = *Return* pasar

X₁ = Perilaku *herding*

X₂ = Volatilitas IHS G

α = Konstanta

β_1 dan β_2 = Koefisien regresi

ε = *Error*

Pengujian hipotesis pada penelitian ini dilakukan secara parsial dan secara simultan. Pengujian hipotesis secara parsial menggunakan uji t dimaksudkan agar signifikansi pengaruh secara statistika dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen bisa diketahui (Sanusi, 2013), sedangkan pengujian hipotesis secara simultan menggunakan uji F dimaksudkan agar signifikansi pengaruh dari semua variabel independen secara serempak terhadap variabel dependen bisa terbukti menurut statistika (Sanusi, 2013).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Uji Normalitas

Menurut (Ghozali, 2016) pengujian normalitas bertujuan untuk mengetahui bentuk distribusi data dari residual apakah

sudah normal atau tidak. Hasil pengujian normalitas residual dengan Kolmogorov-Smirnov *test* menunjukkan bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* 0,178 lebih besar dari 0,05 sehingga residual dinyatakan sudah berbentuk distribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Menurut (Ghozali, 2016) pengujian multikolinieritas dimaksudkan agar korelasi yang tinggi antar variabel independen di dalam model persamaan regresi bisa dideteksi. Hasil pengujian multikolinieritas menunjukkan bahwa semua variabel independen mempunyai nilai *Tolerance* 0,559 lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF 1,790 kurang dari 10 sehingga gejala multikolinieritas tidak terdeteksi pada model persamaan regresi.

Uji Otokorelasi

(Ghozali, 2016) menyebutkan bahwa pengujian otokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah residual antar observasi berkorelasi satu sama lain dari satu periode ke periode lainnya. Hasil pengujian otokorelasi dengan Durbin-Watson *test* menunjukkan bahwa nilai D-W 2,119 lebih besar dari d_U 1,484 dan lebih kecil dari $4-d_U$ 2,516 sehingga model persamaan regresi dinyatakan sudah bebas dari gejala otokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dimaksudkan agar ketidaksamaan varian dari residual antar observasi dalam suatu model regresi bisa dideteksi (Ghozali, 2016). Hasil pengujian heteroskedastisitas dengan Glejser *test* menunjukkan bahwa nilai Sig. variabel X_1 0,835 dan nilai Sig. variabel X_2 0,174 lebih besar dari 0,05 sehingga model persamaan regresi dinyatakan sudah homogen atau tidak ada gejala heteroskedastisitas.

Uji Linieritas

Pengujian linieritas berguna untuk mengetahui bentuk hubungan yang terjadi antara setiap variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2016). Hasil pengujian linieritas dengan *Test for Linearity* menunjukkan bahwa nilai Sig. *Linearity* variabel X_1 0,000 dan nilai Sig. *Linearity* variabel X_2 0,000 kurang dari 0,05 sehingga bentuk hubungan yang terjadi antara setiap variabel independen terhadap variabel dependen adalah linier.

Analisis Regresi Linier Berganda

Besaran nilai koefisien regresi linier berganda bisa dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3.360	.998		3.365	.001
Perilaku <i>Herding</i>	.364	.095	.442	3.818	.000
Volatilitas IHSG	.334	.099	.389	3.359	.001

a. *Dependent Variable: Return* Pasar

Sumber: Data yang diolah, 2019

Berdasarkan Tabel 2 bisa dirumuskan persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = 3,360 + 0,364X_1 + 0,334X_2$$

Di mana:

Y = *Return* Pasar

X_1 = Perilaku *Herding*

X_2 = Volatilitas IHSG

Dari persamaan regresi di atas dapat dijelaskan bahwa nilai konstanta sebesar 3,360 dapat berarti bahwa apabila Perilaku *Herding* (X_1) dan Volatilitas IHSG (X_2) tidak ada, maka *Return* Pasar akan menjadi bernilai 3,360. Nilai koefisien regresi dari variabel Perilaku *Herding* (X_1) sebesar 0,364 dapat berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada Perilaku *Herding* sebesar 1%, maka *Return* Pasar juga akan meningkat sebesar 0,364%. Nilai koefisien regresi dari variabel Volatilitas IHSG (X_2) sebesar 0,334 dapat berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada

Volatilitas IHSG sebesar 1%, maka *Return* Pasar juga akan meningkat sebesar 0,334%.

Uji Hipotesis Parsial (Uji t)

Pengujian hipotesis parsial (uji t) bertujuan untuk mengetahui apakah setiap variabel independen secara statistika dinyatakan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (Sanusi, 2013). Hasil pengujian hipotesis secara parsial pada Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel X_1 (Perilaku *Herding*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Y (*Return* Pasar) yang bisa dilihat nilai t_{hitung} 3,818 lebih besar daripada nilai t_{tabel} 2,002 dan nilai Sig. 0,000 lebih kecil daripada 0,05. Hal ini berarti bahwa semakin banyak investor yang berperilaku *herding* dengan membeli saham, maka *return* pasar akan semakin meningkat pula. Peningkatan *return* pasar ini dipicu oleh terjadinya peningkatan pada IHSG yang disebabkan

oleh tingginya volume *bid* saham. Menurut (Tandelilin, 2017) peningkatan pada volume *bid* dari semua saham yang diperdagangkan di pasar modal akan mengakibatkan terjadinya kenaikan IHSG. IHSG yang naik tersebut akan berdampak pada kenaikan *return* yang nantinya diperoleh oleh semua pelaku pasar atau dikenal sebagai *return* pasar.

Hasil pengujian hipotesis secara parsial pada Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel X_2 (Volatilitas IHSG) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Y (*Return* Pasar) yang bisa dilihat nilai t_{hitung} 3,359 lebih besar daripada nilai t_{tabel} 2,002 dan nilai Sig. 0,001 lebih kecil daripada 0,05. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi volatilitas IHSG, maka semakin besar pula *return* pasar. Menurut (Tandelilin, 2017) volatilitas IHSG yang tinggi berarti bahwa pasar modal

mampu membentuk harga secara cepat sehingga berdampak pada terjadinya kenaikan di *return* pasar. Volatilitas IHSG yang tinggi juga mengindikasikan tingginya risiko berinvestasi di pasar modal. Menurut (Hartono, 2017) semakin besar risiko berinvestasi pada suatu aset, maka akan semakin besar pula *return* yang akan diperoleh.

Uji Hipotesis Simultan (Uji F)

Pengujian hipotesis simultan (uji F) bertujuan untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara serempak dinyatakan mempunyai pengaruh yang signifikan menurut statistika terhadap variabel dependen (Sanusi, 2013). Hasil pengujian hipotesis secara simultan bisa dilihat pada Tabel 3 dibawah ini :

Tabel 3. ANOVA^a

	Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	<i>Regression</i>	205.053	2	102.526	38.380	.000 ^b
	<i>Residual</i>	152.266	57	2.671		
	Total	357.319	59			

a. *Dependent Variable: Return* Pasar

b. *Predictors: (Constant), Volatilitas IHSG, Perilaku Herding*

Sumber: Data yang diolah, 2019

Berdasarkan Tabel 3 terlihat bahwa nilai F_{hitung} 38,380 lebih besar daripada nilai F_{tabel} 3,159 dan nilai Sig. 0,000 lebih kecil daripada 0,05 sehingga model persamaan regresi dinyatakan sudah fit atau semua variabel independen berpengaruh signifikan secara serempak terhadap variabel dependen.

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk menjelaskan besarnya proporsi variasi yang terjadi dalam variabel dependen apabila terjadi perubahan pada variabel independen secara serempak (Sanusi, 2013). Hasil perhitungan koefisien determinasi bisa dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4. Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.758 ^a	.574	.559	1.6344193

a. *Predictors: (Constant), Volatilitas IHSG, Perilaku Herding*

Sumber: Data yang diolah, 2019

Berdasarkan Tabel 4 terlihat bahwa besarnya nilai koefisien determinasi adalah 57,4% ($0,574 \times 100\%$) sehingga variabel independen yang dalam hal ini Perilaku *Herding* (X_1) dan Volatilitas IHSG (X_2)

mampu menjelaskan besarnya variasi perubahan pada variabel dependen *Return* Pasar (Y) sebesar 57,4% sedangkan sisanya 42,6% ($100\% - 57,4\%$) tidak mampu dijelaskan oleh model persamaan regresi pada

penelitian ini karena dipengaruhi oleh berbagai faktor lainnya yang tidak ikut dimasukkan ke dalam persamaan regresi.

Pembahasan

Pengaruh Perilaku *Herding* terhadap *Return* Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada perilaku *herding* menunjukkan bahwa perilaku *herding* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* pasar. Hal ini berarti bahwa semakin banyak investor yang berperilaku *herding* dengan membeli saham tertentu dalam waktu yang bersamaan, maka akan semakin tinggi pula volume perdagangan saham di BEI sehingga IHSB akan menjadi naik dan *return* pasar juga ikut meningkat. Menurut (Mulyawan, 2015) risiko yang harus dihadapi oleh para investor ketika berinvestasi di pasar modal pada prinsipnya berkaitan dengan kemungkinan harga mengalami fluktuasi (*price volatility*). Fluktuasi harga saham sangat dipengaruhi oleh besarnya kekuatan permintaan dan penawaran terhadap saham berdasarkan hasil keputusan investasi yang dibuat oleh para investor (Hartono, 2017). Menurut (Graham, 2013) dalam mengambil keputusan investasi, para investor memiliki kecenderungan untuk bersikap tidak rasional yang diindikasikan dari perilaku *herding* investor di mana mereka mengikuti keputusan investasi dari kebanyakan investor untuk membeli atau menjual saham secara serempak pada waktu yang sama. Perilaku *herding* para investor tersebut kemudian akan berdampak terhadap naik turunnya *return* pasar yang diukur dari pergerakan IHSB sebagai akibat terjadinya fluktuasi di volume saham yang menjadi indikator permintaan dan penawaran (Tandelilin, 2017). (Gunawan et al., 2011) dan (Komalasari, 2016) menemukan bahwa ketika harga berubah pada *level* rendah atau pasar modal dalam kondisi *crash*, maka investor akan cenderung berperilaku *herding*. Namun, investor akan bertindak independen pada saat harga melonjak tinggi atau pasar modal dalam kondisi *bullish*. Perilaku *herding* tersebut bisa dipicu oleh kondisi

asimetri informasi yang terjadi di antara para investor.

Pengaruh Volatilitas IHSB terhadap *Return* Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada volatilitas IHSB menunjukkan bahwa volatilitas IHSB berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* pasar. Dengan demikian, volatilitas IHSB yang semakin tinggi berakibat pula kepada semakin besarnya ketidakpastian *return* pasar. Volatilitas IHSB yang tinggi tersebut akan memberikan peluang bagi para investor untuk bertransaksi demi memperoleh *return* dari perbedaan (margin) harga jual dan harga beli sekuritas di BEI. Menurut (Tandelilin, 2017) volatilitas atau fluktuasi IHSB yang tinggi mengindikasikan bahwa pasar modal mampu membentuk harga secara cepat sehingga berdampak kepada fluktuasi *return* yang akan diperoleh oleh semua investor di dalam pasar modal atau dikenal sebagai *return* pasar. Akan tetapi, volatilitas IHSB yang tinggi tersebut akan memberikan risiko yang besar pula karena semua harga saham bergerak naik dan turun dengan cepat. *Return* dan risiko berinvestasi di pasar modal tergolong tinggi karena harga sekuritas bisa dengan mudah berubah yang dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal perusahaan (Samsul, 2015). Menurut (Hartono, 2017) semakin besar *return* investasi pada suatu aset, maka semakin besar pula investor harus menanggung risikonya. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian yang dilakukan oleh (Ghufran et al., 2016) dan (Baker et al., 2011) yang menyatakan bahwa volatilitas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *return*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ditemukan bahwa perilaku *herding* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* pasar. Hal ini berarti semakin banyak investor yang berperilaku *herding* akan mengakibatkan *return* pasar menjadi meningkat. Temuan lainnya dari hasil

penelitian ini adalah volatilitas IHSG berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* pasar. Hal ini berarti meningkatnya volatilitas IHSG akan mengakibatkan terjadinya peningkatan pada *return* pasar.

Saran

Beberapa saran yang penulis bisa sampaikan berdasarkan hasil penelitian kepada pihak-pihak terkait, antara lain:

1. BEI disarankan untuk terus mengawasi dan mengendalikan perilaku *herding* investor yang tidak sehat karena akan berdampak terhadap fluktuasi IHSG. Pengawasan dan pengendalian tersebut bisa dilakukan dengan membatasi pergerakan harga saham dalam satu hari perdagangan sehingga peningkatan dan penurunan harga saham tidak terlalu ekstrim.
2. Perusahaan sekuritas disarankan untuk terus memberikan informasi tentang saham-saham yang layak untuk dibeli melalui *website* atau media sosial agar para investor mengambil keputusan investasi yang serupa/sama sehingga meningkatkan peluang terjadinya perilaku *herding* yang diharapkan.
3. Pemerintah disarankan untuk terus mengeluarkan berbagai kebijakan dan peraturan yang bisa menstimulus terjadinya fluktuasi IHSG sehingga meningkatkan volatilitas, seperti peraturan tentang Penanaman Modal Asing (PMA) dan lain-lain.

Beberapa keterbatasan yang dimiliki oleh penelitian ini, antara lain:

1. Periode penelitian yang ditentukan pada penelitian ini relatif pendek, yaitu selama lima tahun dari 2014 hingga 2018.
2. Penelitian ini hanya berfokus pada pengaruh perilaku *herding* dan volatilitas IHSG terhadap *return* pasar sehingga beberapa variabel lain yang bisa berdampak pada *return* pasar tidak diikutsertakan dalam analisis, seperti tingkat inflasi, suku bunga, dan lain-lain sehingga dianjurkan bagi para peneliti berikutnya agar menambahkan beberapa variabel lain yang bisa mempengaruhi

return pasar, seperti tingkat inflasi, suku bunga dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M., Bradley, B., & Wurgler, J. (2011). Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly. *Financial Analysts Journal*, 67(1), 40–54.
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff Papers*, 47(3), 279–310.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Manajemen Portofolio dan Investasi: Investments* (9th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: BP Universitas Diponegoro.
- Ghufuran, B., Awan, H. M., Khakwani, A. K., & Qureshi, M. A. (2016). What Causes Stock Market Volatility in Pakistan? Evidence from the Field. *Economics Research International*, 2016, 1–9.
- Graham, B. (2013). *The Intelligent Investor* (Revisi). Jakarta: Serambi Ilmu.
- Gunawan, Wijayanto, H., Achsani, N. A., & Rahman, L. O. A. (2011). Pendeteksian Perilaku Herding pada Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik (Detection of Herding Behavior on Indonesia and Asia Pacific Stock Market). *Forum Statistika Dan Komputasi*, 16(2), 16–23.
- Gutierrez, R. C., & Kelley, E. K. (2009). *Institutional Herding and Future Stock Returns*. *SSRN Electronic Journal*.
- Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). Yogyakarta: BPF.
- Komalasari, P. T. (2016). Information Asymmetry and Herding Behavior. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 13(1), 70–85.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The Impact of Institutional Trading on Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 23–43.
- Mulyawan, S. (2015). *Manajemen Risiko*. Bandung: Pustaka Setia.

- Natapura, C. (2009). Analisis Perilaku Investor Institusional dengan Pendekatan Analytical Hierarchy Process (AHP). *Bisnis & Birokrasi, Jurnal Ilmu Administrasi Dan Organisasi*, 16(3), 180–187.
- Samsul, M. (2015). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio* (2nd ed.). Jakarta: Erlangga.
- Sanusi, A. (2013). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Schwert, G. W., & Smith, C. W. (1992). *Empirical Research in Capital Markets (Mcgraw-Hill Series in Advanced Topics in Finance and Accounting)*. New York: McGraw-Hill.
- Sugiyono. (2010). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Syamni, G. (2009). Hubungan Perilaku Perdagangan Investor dengan Volume Perdagangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan*, 2(1).
- Tandelilin, E. (2017). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Untari, M. D. A. (2017). Pengaruh Perilaku Follower pada Volatilitas Saham. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 12(1), 44–53.
- finance.yahoo.com (n.d.).
- www.bloomberg.com (n.d.).
- www.idx.co.id (n.d.).
- www.ksei.co.id (n.d.).
- www.reuters.com (n.d.).