

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



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
Untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
Pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**FATIAH NIDA 'UL CHASANAH**  
**NIM. 12010111130101**

**JURUSAN MANAJEMEN**  
**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**SEMARANG**

**2015**

**PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Fatihah Nida ‘Ul Chasanah

Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130101

Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

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

Dosen Pembimbing : Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME.

Semarang, 03 Maret 2015

Dosen Pembimbing,

(Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME.)

NIP. 19600820 198603 2001

## PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Fatihah Nida 'UI Chasanah  
Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130101  
Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen  
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH PERILAKU  
HERDING INVESTOR ASING,  
VOLATILITAS INDEKS HARGA  
SAHAM GABUNGAN, TINGKAT  
INFLASI, DAN KAPITALISASI PASAR  
TERHADAP *RETURN* PASAR (Studi  
Kasus pada Pasar Saham Indonesia Periode  
Januari 2005-Desember 2014)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 10 Maret 2015

Tim Penguji :

1. Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, M.E. (.....)
2. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M. (.....)
3. Drs. R. Djoko Sampurno, M.M (.....)

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Fatihah Nida ‘Ul Chasanah, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : **“ANALISIS PENGARUH PERILAKU HERDING INVESTOR ASING, VOLATILITAS INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN, TINGKAT INFLASI DAN KAPITALISASI PASAR TERHADAP RETURN PASAR (Studi Kasus pada Pasar Saham Indonesia Periode Januari 2005-Desember 2014)”** , adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 03 Maret 2015

Yang membuat pernyataan,

(Fatihah Nida ‘Ul Chasanah)

NIM : 12010111130101

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*“ Kamu mungkin bisa menunda waktu, tapi waktu tidak akan bisa “  
(Benjamin Franklin)*

*“ Banyak kegagalan dalam hidup ini dikarenakan orang-orang tidak menyadari  
betapa dekatnya mereka dengan keberhasilan saat mereka menyerah ”  
(Thomas Alva Edison)*

*“ Karena Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan, sesungguhnya  
sesudah kesulitan itu ada kemudahan “  
(QS. Al Insyirah: 5-6)*

*Skripsi ini Saya persembahkan untuk Ayah, Ibu, dan Adikku tersayang*

## **ABSTRACT**

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

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

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

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

## ABSTRAK

Return pasar merupakan selisih indeks harga saham periode sekarang dengan indeks harga saham pasar periode yang lalu. Penelitian ini bertujuan untuk menguji variabel yang mempengaruhi return pasar pada pasar saham Indonesia. Perilaku herding pada investor asing, volatilitas IHSG, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar merupakan variabel yang digunakan sebagai prediktor dalam menganalisis pengaruhnya terhadap return pasar.

Penelitian ini menggunakan metode *Ordinary Least Square Regression* (OLS Regresi), data penelitian adalah volume perdagangan net buy dan net sell tipe investor asing, indeks harga saham gabungan (IHSG) harian, tingkat inflasi, nilai kapitalisasi pasar dan return IHSG secara bulanan dengan sampel menggunakan pasar saham Indonesia periode bulan Januari 2005-Desember 2014. Alasan peneliti menggunakan pasar saham Indonesia yaitu pasar saham Indonesia merupakan salah satu emerging market di ASEAN dan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi bila dibandingkan dengan pasar saham di ASEAN lainnya. Metode OLS Regresi digunakan untuk menganalisis pengaruh Perilaku herding pada investor asing, volatilitas IHSG, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar terhadap return pasar.

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

**Kata kunci: Return pasar, perilaku herding investor asing, volatilitas IHSG, tingkat inflasi, kapitalisasi pasar.**

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi dengan judul **“ANALISIS PENGARUH PERILAKU HERDING INVESTOR ASING, VOLATILITAS INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN, TINGKAT INFLASI DAN KAPITALISASI PASAR TERHADAP RETURN PASAR (Studi Kasus pada Pasar Saham Indonesia Periode Januari 2005-Desember 2014)”**. Segala upaya yang telah dilakukan tidak terlepas dari bimbingan, bantuan serta dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang membantu hingga terselesaikannya Skripsi ini, terutama disampaikan kepada:

1. Dr. Suharnomo, S.E., M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan bagi penulis untuk mengikuti kegiatan perkuliahan pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Erman Denny Arfianto, S.E., M.M. selaku ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
3. Dr. Irene Rini Demi Pangestuti, ME. selaku dosen pembimbing yang telah membantu pelaksanaan, meluangkan waktunya dan memberikan saran, pengarahan serta kesempatan untuk memberikan bimbingan hingga selesainya skripsi ini.

4. Dra. Rini Nugraheni, M.M. selaku dosen wali yang telah mendampingi penulis selama masa perkuliahan dan selalu memberi arahan yang diperlukan dalam menjalani masa perkuliahan.
5. Para Dosen dan staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah banyak memberikan ilmu serta wawasan berpikir dalam kegiatan perkuliahan.
6. H. Imam Daelami dan Dra. Khamimah sebagai orang tua peneliti yang selalu memberikan dukungan baik secara moril maupun materiil serta doa yang selalu dipanjatkan sehingga skripsi ini dapat selesai dengan baik dan lancar.
7. Muhammad Syaiful Majid dan Hasna Nur Aeni sebagai adik-adik yang selalu menjadi penghibur, memberikan motivasi, serta doa dan kasih sayangnya.
8. Sahabat - sahabat penulis Fauziah, Niken, Ervina, Febrina, Yesica, Devi, Ujeng, Arina, Adell, Fika dan semua yang tidak tersebut satu persatu. Terima kasih atas curhatan, keceriaan dan kebersamaan yang sangat berkesan bagi penulis.
9. Teman-teman seperjuangan manajemen angkatan 2011 yang telah memberikan semangat dan membantu dalam penyelesaian skripsi ini: Novan, Djanur, Robinson, Syahid, Jundi, Indra, Clara, Dini, Nabila, Erwin, Aulia, Puji, Antin, Yesy, Melati, Winda, Putri Rositawati, Putri Uthie, Ausa, Opi, Sumangga, Stania, Maya, Dyana Putri, Farrah, Yehez, Jodie, Muhdi, terkhusus *my best herding partner* Mas Rajendra, Izza

Fityani, Aditya Darmawan dan semua teman-teman manajemen yang tidak bisa disebutkan satu persatu. Terima kasih atas semua kebersamaan dan pengalaman bersama kalian, segala keluh kesah dan waktunya serta saran dan masukan yang akan selalu berkesan.

10. Rekan-rekan seperjuangan organisasi *Economic English Conversation Club* (EECC) 2011 dan *Research and Business* Universitas Diponegoro periode 2012-2013. Terima kasih telah mengajarkan banyak hal dan memberikan pengalaman khususnya dalam lingkup organisasi.

11. Teman-teman kosan Wisma Sari, Putri, Mba Erna, Mba Frisca, Mba Ica, Mba Ratih, Widya, Mitri, Nia, Ghina, Fika, Yuyun, terima kasih sudah memberi keceriaan dalam pembuatan skripsi ini.

12. Seluruh pihak yang telah membantu pelaksanaan program studi dan penelitian, yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Terima kasih karena kalian telah banyak membantu dalam segala hal. Semoga skripsi ini bermanfaat bagi seluruh pembaca maupun untuk penelitian selanjutnya. Penulis menyadari bahwa Skripsi ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu dengan rendah hati penulis mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi terciptanya kesempurnaan skripsi ini.

Semarang, 03 Maret 2015  
Penulis,

Fatihah Nida 'UI Chasanah

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL .....	i
PERSETUJUAN SKRIPSI .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI .....	iv
HALAMAN MOTTO .....	v
ABSTRACT .....	vi
ABSTRAK .....	vii
KATA PENGANTAR .....	viii
DAFTAR ISI .....	xi
DAFTAR TABEL .....	xiv
DAFTAR GAMBAR .....	xv
DAFTAR LAMPIRAN .....	xvi
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	14
1.3 Tujuan Penelitian .....	15
1.4 Manfaat Penelitian .....	16
1.4.1 Bagi Akademis .....	16
1.4.2 Bagi Investor .....	16
1.5 Sistematika Penulisan .....	16
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA</b>	
2.1 Pengertian .....	18
2.1.1 Saham .....	18
2.1.2 Herding Behaviour .....	18
2.1.3 Penyebab Terjadinya Herding .....	19
2.1.4 Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) .....	21

2.1.5 Tingkat Inflasi .....	23
2.1.6 Kapitalisasi Pasar .....	25
2.1.7 Return Pasar .....	25
2.2 Landasan Teori .....	27
2.2.1 <i>Behavioural Finance</i> .....	27
2.2.2 Efisiensi Pasar ( <i>Market Efficiency</i> ) .....	29
2.3 Penelitian Terdahulu .....	35
2.4 Hubungan Antar Variabel dan Perumusan Hipotesis .....	43
2.4.1 Pengaruh herding investor asing terhadap return pasar .....	44
2.4.2 Pengaruh volatilitas IHSG terhadap return pasar .....	45
2.4.3 Pengaruh tingkat inflasi terhadap return pasar .....	46
2.4.3 Pengaruh kapitalisasi pasar terhadap return pasar .....	46
2.5 Kerangka Pemikiran.....	47
2.4 Hipotesis Penelitian .....	48

### **BAB III METODELOGI PENELITIAN**

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel .....	49
3.1.1 Variabel Independen .....	49
3.1.2 Definisi Dependen .....	51
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian .....	54
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	55
3.4 Metode Pengumpulan Data .....	56
3.5 Metode Analisis .....	57
3.5.1 Statistik Deskriptif.....	58
3.5.2 Uji Asumsi Klasik .....	59
3.5.2.1 Uji Normalitas .....	59
3.5.2.1 Uji Multikolonieritas .....	59
3.5.2.1 Uji Heteroskedastisitas .....	59
3.5.2.1 Uji Autokorelasi .....	60
3.5.3 Analisis Regresi OLS .....	60
3.5.5 Pengujian Hipotesis .....	62

3.5.2.1 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	62
3.5.2.1 Uji Statistic F.....	63
3.5.2.1 Uji Statistik t .....	63
 <b>BAB IV HASIL DAN ANALISIS</b>	
4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian .....	65
4.2 Hasil Analisis .....	66
4.2.1 Statistik Deskriptif .....	66
4.2.2 Uji Asumsi Klasik .....	68
4.2.2.1 Uji Normalitas .....	68
4.2.2.2 Uji Multikolinearitas .....	72
4.2.2.3 Uji Heterokedastisitas.....	74
4.2.2.4 Uji Autokorelasi .....	75
4.2.2 Pengujian Hipotesis .....	77
4.2.2.1 Uji F.....	77
4.2.2.2 Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	78
Uji t (Uji Parsial) .....	79
4.3 Pembahasan .....	82
4.3.1 Pengaruh Herding Investor Asing Terhadap Return Pasar .....	82
4.3.2 Pengaruh Volatilitas IHSG Terhadap Return Pasar .....	84
4.3.3 Pengaruh Tingkat Inflasi Terhadap Return Pasar.....	85
4.3.4 Pengaruh Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Pasar.....	86
 <b>BAB V PENUTUP</b>	
5.1 Kesimpulan .....	88
5.2 Keterbatasan .....	89
5.5 Saran .....	90
5.5.1 Bagi Investor .....	90
5.5.2 Bagi Akademisi .....	91
DAFTAR PUSTAKA .....	92
LAMPIRAN-LAMPIRAN .....	96

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Data <i>Net Buy</i> , <i>Net Sell</i> Investor Asing Domestik dan <i>Return</i> Pasar ..	6
Tabel 1.2 Data Tingkat Inflasi, Kapitalisasi Pasar, dan <i>Return</i> 2009-2014 .....	9
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu .....	39
Tabel 3.1 Definisi Operasional Variabel .....	52
Tabel 4.1 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian .....	66
Tabel 4.2 Uji Kolmogorov - Smirnov .....	72
Tabel 4.3 Pengujian Multikolinearitas .....	73
Tabel 4.4 Korelasi Antar Variabel Bebas .....	74
Tabel 4.5 Durbin Watson Test .....	76
Tabel 4.6 Run Test .....	77
Tabel 4.7 Hasil Uji F .....	78
Tabel 4.8 Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	79
Tabel 4.9 Hasil Uji t (Uji Parsial) .....	80

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Perkembangan Indeks Bursa Negara-Negara ASEAN .....	2
Gambar 1.2 Total Trading Berdasarkan Tipe Investor .....	4
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran .....	47
Gambar 4.1 Histogram Variabel Penelitian .....	70
Gambar 4.2 Grafik Normal Plot Pasar Saham Indonesia .....	71
Gambar 4.3 Grafik Scatterplot .....	75

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Data Penelitian .....	96
Lampiran 1 Hasil Output SPSS .....	103

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

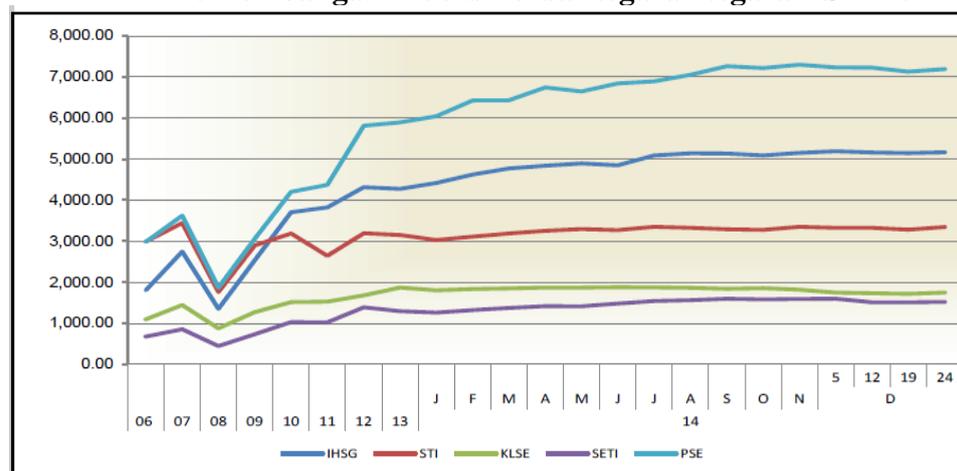
Pasar modal memiliki peranan penting bagi perekonomian suatu negara. Pemerintah dalam hal ini berupaya untuk meningkatkan peran pasar modal karena peranannya dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan sarana investasi bagi masyarakat. Dalam hal ini pasar modal menjalankan salah satu fungsinya yaitu fungsi ekonomi dimana pasar modal menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (issuer). Dengan adanya pasar modal, pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh return sedangkan pihak issuer dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan.

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

juga berperan sebagai sarana dalam mencari dana yang bersifat jangka panjang seperti penerbitan saham dan obligasi.

Berkembangnya pasar saham suatu negara tidak dapat diidentifikasi dalam jangka pendek dan akan lebih menunjukkan perkembangan yang signifikan dalam jangka panjang. Terjadinya krisis ekonomi tahun 2008 menyebabkan penurunan kinerja pasar saham di berbagai negara termasuk di Indonesia. Setiap negara memiliki pasar modalnya masing-masing dimana melihat perkembangan pasar modal di berbagai negara selalu mengalami volatilitas disesuaikan dengan berbagai faktor pendukung seperti faktor makro ekonomi (inflasi, kapitalisasi pasar, bi rate, nilai tukar dan seterusnya). Sejak tahun 2005 kinerja pasar saham Indonesia menunjukkan perkembangan yang fluktuatif dan mulai berkembang cukup pesat setelah terjadinya krisis keuangan tahun 2008. Hal ini dapat dilihat dalam gambar 1.1 perkembangan Indeks Bursa negara-negara ASEAN berikut.

**Gambar 1.1**  
**Perkembangan Indeks Bursa Negara-Negara ASEAN**



Sumber : Statistik OJK tahun 2014

Gambar 1.1 menunjukkan IHSG memiliki keterkaitan perilaku investor antar pasar saham di ASEAN. Dimana saat IHSG mengalami penurunan diikuti pula oleh bursa-bursa di negara-negara ASEAN juga mengalami penurunan begitu pula sebaliknya saat IHSG mengalami peningkatan, pasar saham di negara-negara ASEAN juga mengalami peningkatan.

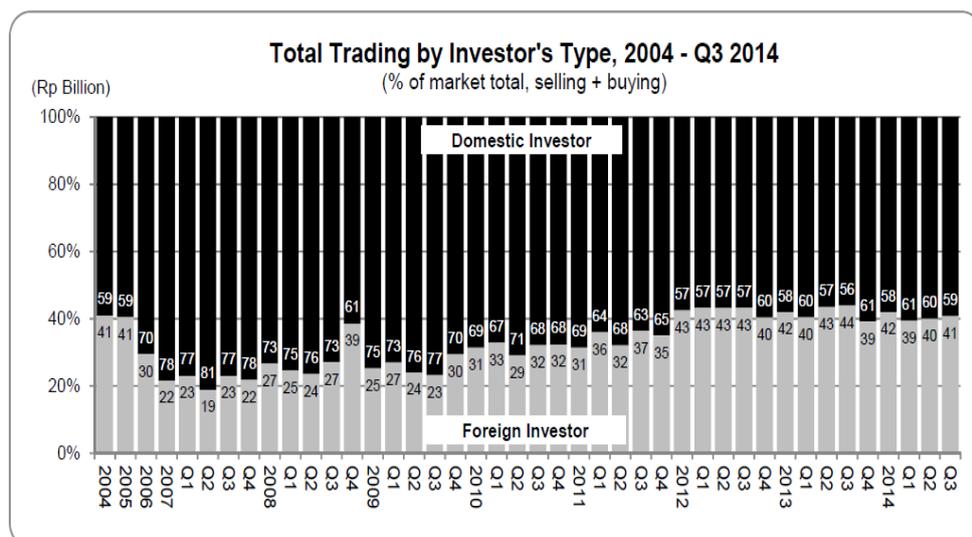
Gambar perkembangan Indeks Bursa Saham Indonesia menunjukkan IHSG sebelum terjadinya krisis tahun 2006 hingga 2007 terjadi trend yang meningkat, namun pada tahun 2008 semua pasar saham di ASEAN mengalami penurunan yang tajam termasuk pasar saham Indonesia, kemudian setelah terjadinya krisis tahun 2008 mengalami peningkatan yang signifikan dan diikuti oleh pasar bursa di negara-negara ASEAN hingga akhir tahun 2013. Hal ini mengindikasikan adanya peningkatan transaksi perdagangan di Bursa Efek Indonesia pasca krisis 2008 serta meningkatnya kepercayaan investor baik investor domestik maupun investor asing untuk menginvestasikan dananya di Pasar Modal Indonesia.

Berdasarkan grafik perkembangan Indeks Bursa Saham Indonesia menunjukkan adanya peningkatan kinerja pasar saham Indonesia dalam jangka panjang dari tahun 2005-2014. Semakin meningkatnya tingkat perekonomian suatu negara menandakan negara tersebut telah semakin berkembang termasuk dalam sektor ekonomi khususnya dalam bidang investasi di pasar modal. Dengan semakin meningkatnya tingkat perekonomian suatu negara, akan semakin meningkatkan tingkat kepercayaan investor terhadap investasi di pasar modal. Hal ini akan semakin

meningkatkan jumlah investor domestik maupun investor asing yang menginvestasikan dananya di bursa.

Dengan semakin meningkatnya kepercayaan investor untuk menginvestasikan dananya, akan semakin meningkatkan jumlah transaksi trading saham yang dilakukan oleh investor. Hal ini terlihat dalam jangka panjang dari tahun 2005 hingga tahun 2014 jumlah trading investor asing terus mengalami peningkatan secara fluktuatif dapat dilihat dalam gambar 1.2 berikut:

**Gambar 1.2**  
**Total trading berdasarkan tipe investor**



Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (IDX statistics 3rd Quarter 2014)

Berdasarkan gambar 1.2 tersebut menjelaskan prosentase trading yang dilakukan oleh investor asing dan investor domestik tahun 2005-2014. Pada tahun 2005 menunjukkan adanya trend positif peningkatan volume trading oleh investor asing dan pada tahun 2006-2008 saat terjadi krisis ekonomi global menunjukkan adanya penurunan transaksi trading yang dilakukan oleh

investor asing hingga tingkat terendah sebesar 19% pada kuartal kedua tahun 2007 kemudian pada tahun 2009-2014 proporsi total trading yang dilakukan oleh investor asing semakin meningkat. Hal ini ditunjukkan pada tahun 2009 total trading tertinggi sebesar 30% dari total trading, pada tahun 2010 sebesar 33%, tahun 2011 sebesar 37%, tahun 2012 sebesar 43%, tahun 2013 sebesar 44%, dan pada tahun 2014 total trading tertinggi sebesar 42%. Dengan semakin meningkatnya transaksi perdagangan yang dilakukan oleh investor asing tersebut mengindikasikan bahwa semakin meningkatnya tingkat kepercayaan investor asing terhadap pasar modal Indonesia.

Selain itu dengan adanya perubahan peraturan berdasarkan keputusan menteri keuangan nomor 455/KMK.01/1997 yang menyatakan bahwa investor asing diperbolehkan memiliki sampai dengan 100% saham perusahaan go public yang tercatat di bursa dimana sebelumnya hanya sebesar 49%. Hal ini akan semakin menarik investor asing dalam menginvestasikan dananya di pasar saham Indonesia. Dengan semakin meningkatnya kepercayaan investor asing dalam menginvestasikan dananya di bursa saham Indonesia, hal ini akan mendorong investor asing lainnya untuk meniru keputusan investor asing lainnya dalam berinvestasi atau dikatakan sebagai “*herding*”.

Perilaku *herding* (*Herding Behaviour*) dapat diidentifikasi melalui volume jual dan beli saham dimana semua perilaku yang ditunjukkan oleh investor berakibat secara langsung pada pergerakan *supply* dan *demand* di pasar modal (Gutierrez, 2009). Besarnya aktivitas *supply* (jual) dan *demand* (beli) yang dinyatakan melalui besarnya jumlah saham yang ditransaksikan,

digambarkan oleh volume perdagangan (*trading volume*). Volume perdagangan merupakan suatu penjumlahan dari tiap transaksi yang terjadi pada bursa saham pada suatu waktu tertentu dan saham tertentu. Naiknya volume perdagangan mengindikasikan adanya kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Volume perdagangan mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan yang mengidentifikasi tingkah laku investor (Trisnadewi, 2012). Hal ini terlihat pada tabel 1.1 yang menunjukkan data net buy, net sell investor asing domestik dan return pasar yang dihasilkan sebagai berikut:

**Tabel 1.1**

**Data Net Buy, Net Sell Investor Asing Domestik dan Return Pasar**

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

			Herd			Herd	
2014	273.026	172.507	Buy	1.036.034	1.029.556	Buy	17,1 %
			Herd			Herd	

Sumber: Statistik OJK tahun 2009-2014 (diolah)

Berdasarkan data pada tabel 1.1 diatas dapat diketahui bahwa investor asing cenderung untuk melakukan herding beli atau mengikuti perilaku sesama investor asing untuk membeli suatu saham pada bursa. Hal ini dibuktikan pada tipe herding yang terjadi pada investor asing yang menunjukkan kecenderungannya untuk ikut-ikutan membeli suatu saham dimana net buy investor asing selalu mengalami peningkatan setiap tahunnya. Selain itu pada tipe investor asing tingkat kecenderungan untuk ikut-ikutan membeli suatu saham lebih stabil dibandingkan pada tipe investor domestik. Berdasarkan data tabel 1.1 mengindikasikan adanya perilaku herding antar sesama investor asing. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Tristantyo (2014) bahwa adanya perilaku *herding* pada sesama tipe investor di pasar modal Indonesia.

Namun pada tahun 2010, 2012, 2013, 2014 terdapat ketidaksesuaian antara frekuensi terjadinya herding pada investor asing terhadap return pasar yang dihasilkan. Dalam tabel 1.1 menunjukkan bahwa saat frekuensi herding pada investor asing naik namun pada tahun 2010, 2012, 2013 dan 2014 terjadi penurunan pada return pasar yang dihasilkan. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dasgupta, *et.al* (2010) dan Chen, *et.al* (2012) bahwa perilaku herding berdampak positif terhadap return.

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

Perilaku *herding* merupakan perilaku investor yang tidak rasional, karena investor mendasarkan keputusan investasinya bukan dengan melihat landasan fundamental ekonomi dari suatu aset beresiko, namun dengan melihat tindakan investor lain pada keadaan yang sama, maupun mengikuti konsensus pasar. Jika *herding* terjadi, maka tingkat penyebaran imbal hasil saham akan meningkat lebih rendah daripada kenaikan imbal hasil portofolio pasar, bahkan tingkat penyebaran imbal hasil saham akan menurun walaupun imbal hasil portofolio pasar meningkat. Perilaku *herding* dapat memicu kesalahan penetapan harga dari suatu saham karena terjadi bias diantara investor dalam melihat resiko dan imbal hasil yang diharapkan dari suatu saham (Gunawan, 2010).

Bagi para pelaku herding yang memiliki pengetahuan fundamental yang cukup dapat menemukan saham yang undervalue dan memborongnya, mengakibatkan apresiasi harga saham menuju wajarnya. Sebaliknya, herding juga dapat berlebihan dan justru mendorong harga saham jauh diatas tingkat wajarnya. Hal ini terjadi apabila para pelaku tidak memiliki pengetahuan fundamental yang memadai (Gutierrez & Kelley, 2009).

Perilaku herding muncul ketika investor mengikuti sekelompok investor lain yang akan menimbulkan ketidakstabilan pasar. Berdasarkan cascade model, mengidentifikasi informasi privat mengenai perilaku trading dapat menyebabkan sebagian besar investor mengubah keputusan investasinya berdasarkan hasil model cascade (Banerjee, 1992).

Ada beberapa teori yang menjelaskan mengapa investor menunjukkan kesamaan pada perilaku mereka dalam berinvestasi. Secara umum, penyebab herding dapat dibedakan menjadi dua tipe yaitu berdasarkan informasi dan berdasarkan perilaku. Dimana investor yang melakukan herding berdasarkan informasi memiliki masalah keputusan investasi yang sama dan menerima korelasi informasi privat (Hirshleifer et.al, 1994). Herding yang dilakukan berdasarkan informasi ini dihasilkan dari analisis fundamental dan efek harga saham dalam kondisi stabil. Adanya privat information ini akan mendorong investor dalam mendapatkan abnormal return dimana tidak semua investor dapat mendapatkan privat information.

Salah satu tujuan investor dalam mengikuti keputusan investasi investor lain yaitu untuk mendapatkan imbal hasil atau return atas investasi yang dilakukan. Namun dalam pasar yang selalu berkembang hal ini juga dipengaruhi oleh volatilitas pasar, tingkat inflasi dan nilai kapitalisasi pasarnya. Hal ini dapat dilihat pada tabel 1.2 berikut:

**Tabel 1.2**  
**Data IHSG, Tingkat Inflasi, Kapitalisasi Pasar, Return Pasar**  
**Periode 2009-2014**

<b>Tahun</b>	<b>IHSG</b>	<b>Tingkat Inflasi</b>	<b>Kapitalisasi Pasar</b>	<b>Return Pasar</b>
2009	2,534.36	2,78 %	2,019,375.13	87,03 %
2010	3,703.51	6,96 %	3,247,096.78	46,13 %
2011	3,821.99	3,79 %	3,537,294.21	3,19 %
2012	4,316.69	4,3 %	4,126,994.93	12,9 %
2013	4,274.18	8,38 %	4,219,020.24	-0,98 %
2014	5,166.98	8,36 %	5,165,736.12	20,8 %

Sumber: Statistik IDX, OJK dan Bank Indonesia tahun 2009-2014

Berdasarkan tabel 1.2 menjelaskan tingkat inflasi, kapitalisasi pasar serta return pasar selama periode 2009-2014. Berdasarkan data harga IHSG yang terjadi di Bursa Efek Indonesia mengalami fluktuatif dan hanya terjadi penurunan pada tahun 2013. Volatilitas merupakan fluktuasi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada Bursa Efek Indonesia atau ukuran dari ketidakpastian pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan. Firmansyah (2006) menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian imbal hasil (*return*). Hal ini terlihat pada tahun 2009, 2010, 2011 dan 2014 dimana saat volatilitas pasar tinggi maka return pasar yang dihasilkan rendah, namun hal ini berbeda dengan yang terjadi dimana pada tahun 2012 dimana IHSG naik menjadi 4316,69 dan return pasar yang dihasilkan naik menjadi 12,9 % serta IHSG pada tahun 2013 turun

menjadi 4,274.18 namun return pasar juga mengalami penurunan menjadi - 0,98 %.

Inflasi merupakan keadaan dimana terjadi kenaikan tingkat harga umum, baik barang-barang, jasa-jasa maupun faktor-faktor produksi. Dari definisi tersebut mengindikasikan keadaan melemahnya daya beli yang diikuti dengan semakin merosotnya nilai riil (intrinsik) mata uang suatu negara. Inflasi menunjukkan arus harga secara agregat dimana inflasi sangat terkait dengan penurunan kemampuan daya beli, baik individu maupun perusahaan. Berdasarkan data tingkat inflasi pada tabel 1.2 menunjukkan bahwa tingkat inflasi di Indonesia mengalami fluktuatif setiap tahunnya. Fama dan French (1981) menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat inflasi maka return pasar yang dihasilkan akan semakin rendah. Hal ini berbeda dengan kenyataan yang terjadi di Indonesia dimana pada tahun 2011 dan 2012 tingkat inflasi berhubungan positif dengan return pasar.

Kapitalisasi pasar (*size*) menggambarkan besarnya saham Efek Indonesia yang diperdagangkan di bursa. Kapitalisasi pasar merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang diperdagangkan. Mei Hotma Mariati Munte (2009) menjelaskan bahwa kapitalisasi pasar (*size*) memiliki korelasi positif dengan return pasar. Namun, pada pasar saham Indonesia tahun 2010, 2011 dan 2013 menunjukkan adanya hubungan negatif antara kapitalisasi pasar dengan return pasar. Hal ini terlihat pada tahun 2010 dimana kapitalisasi pasar naik menjadi 3,247,096.78 namun return yang dihasilkan turun menjadi 46,13 % begitu pula pada tahun 2011 dan 2013. Hal ini

mengindikasikan adanya fenomena gap yang terjadi di pasar saham Indonesia antara volatilitas, tingkat inflasi, kapitalisasi pasar terhadap return pasar.

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu mengenai herding, volatilitas, inflasi dan kapitalisasi pasar yang dilakukan baik di dalam negeri maupun diluar negeri terdapat gap penelitian yang terjadi antara penelitian yang dilakukan oleh Gutierrez dan Kelley (2009) yang menyatakan bahwa herding beli (*Buy Herd*) investor memiliki hubungan negatif terhadap abnormal return perusahaan. Sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Erwin Nugroho (2011) menyatakan yang sebaliknya yaitu Herding Beli (*Buy Herd*) investor lokal secara tidak signifikan mempengaruhi abnormal return. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Gutierrez dan Kelley (2009) bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wermers (1999) dan Sias (2004) yang menyimpulkan bahwa *buy herd* menggiring harga menuju ke nilai intrinsik dalam jangka pendek. Penelitian yang dilakukan oleh Firmansyah (2006) menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian imbal hasil (*return*) dan penelitian yang dilakukan oleh Froot *et al.* (2001) dan Richards (2005) menunjukkan bahwa transaksi penjualan oleh asing yang menyebabkan terjadinya volatilitas akan berdampak pada penurunan *return pasar* yang signifikan di *emerging market* dibandingkan transaksi pembelian oleh asing. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Joshi (2011) dan Shin (2005) yang menyatakan bahwa pada *emerging market*, *volatility* saham akan berkorelasi positif dengan return saham. Penelitian yang dilakukan oleh Fama and French

(1981) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara return dengan tingkat inflasi, hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mark A. Hooker (2004) bahwa terdapat hubungan positif antara return dengan tingkat inflasi. Penelitian yang dilakukan oleh Kruger and Lantermans (2010) menunjukkan bahwa Kapitalisasi pasar (*size*) memiliki korelasi negatif dengan return pasar, hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mei Hotma Mariati Munte (2009) menunjukkan bahwa Kapitalisasi pasar (*size*) memiliki korelasi positif dengan return.

Perilaku herding (*herding behaviour*) cenderung terjadi pada *emerging market* seperti Indonesia. Hal ini dikuatkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Chang, Cheng dan Khorana (1999) yang menyatakan bahwa terdapat aktivitas herding pada *emerging market* saat itu yaitu di negara Taiwan dan Korea Selatan. Pasar saham Indonesia yang sebagian besar didominasi oleh investor domestik selalu mengalami fluktuasi dimana setiap harinya terjadi volatilitas harga saham yang akan berpengaruh terhadap return perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Joshi (2011) dan Shin (2005) yang menyatakan bahwa pada *emerging market*, volatilitas akan berkorelasi positif dengan return.

Alasan peneliti memilih pasar saham Indonesia (IHSG) sebagai obyek penelitian dibandingkan dengan pasar saham negara lain di ASEAN adalah karena dalam pasar saham Indonesia sedang mengalami perkembangan yang cukup pesat dilihat dari periode penelitian yaitu dalam jangka panjang sebelum krisis tahun 2005 pada saat krisis 2008 hingga setelah terjadinya

krisis ekonomi tahun 2009 hingga tahun 2014 menunjukkan adanya trend positif dalam jangka panjang. Selain itu pemilihan tipe investor asing dalam penelitian dikarenakan total trading yang dilakukan oleh investor asing dalam jangka panjang sejak tahun 2005-2014 menunjukkan adanya trend meningkat setiap tahunnya secara fluktuatif.

Berdasarkan hal-hal tersebut maka akan menarik jika membahas tentang permasalahan “**Analisis Pengaruh Perilaku *Herding* Investor Asing, Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan, Tingkat Inflasi, dan Kapitalisasi Pasar Terhadap *Return* Pasar (Studi Kasus pada Pasar Saham Indonesia Periode Januari 2005–Desember 2014)**” untuk mengungkap hubungan herding yang dilakukan oleh investor asing, volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar terhadap *Return Pasar* sebagai penentu keputusan investasi di pasar modal.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan research gap dan fenomena gap yang telah dijelaskan, perumusan masalah yang digunakan adalah melihat pengaruh herding yang dilakukan oleh investor asing, volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar terhadap Return Pasar (*market return*) pada pasar modal Indonesia. Herding yang dilakukan oleh investor asing dianalisis dengan melihat volume perdagangan saham berdasarkan tipe investor, dari jumlah transaksi perdagangan saham yang dilakukan oleh investor asing apakah akan mempengaruhi keputusan berinvestasi.

Ketika adanya kesamaan untuk mengambil keputusan beli atau jual berdasarkan tipe investor, hal ini akan menunjukkan kecenderungan perilaku *herding*. Akan tetapi apabila perilaku investor tidak menunjukkan keputusan investasi saham yang sama dan hanya dilakukan oleh beberapa investor saja tidak bisa dikatakan adanya perilaku mengikuti (*herding*). Dengan kata lain perilaku investor yang melakukan investasi pada pasar modal sudah tidak *rational* yakni hanya berlandaskan perilaku mengikuti investor lainnya.

Berdasarkan latar belakang, fenomena gap serta research gap yang telah dijelaskan, maka dalam penyusunan penelitian ini penulis merumuskan masalah yang dijadikan sebagai dasar kajian penelitian yang dilakukan, yaitu:

1. Bagaimana pengaruh Herding yang dilakukan oleh investor asing terhadap Return pasar?
2. Bagaimana pengaruh Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan terhadap Return pasar?
3. Bagaimana pengaruh Tingkat Inflasi terhadap Return pasar?
4. Bagaimana pengaruh Kapitalisasi Pasar terhadap Return pasar?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Penelitian ini tidak berfokus pada pembuktian terjadi atau tidaknya *herding*, namun bermaksud untuk meneliti mengenai pengaruh *herding* yang dilakukan oleh investor asing, volatilitas pasar, tingkat Inflasi dan kapitalisasi pasar terhadap *Return Pasar*. Sesuai dengan perumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini maka tujuan penelitian yang dilakukan adalah untuk:

1. Menganalisis pengaruh Herding tipe investor asing terhadap *Return Pasar*.
2. Menganalisis pengaruh Volatilitas pasar (*market volatility*) terhadap *Return Pasar*.
3. Menganalisis pengaruh Tingkat Inflasi (*Inflation rate*) terhadap *Return Pasar*.
4. Menganalisis pengaruh Kapitalisasi Pasar (*size*) terhadap *Return Pasar*.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Penelitian diharapkan mempunyai manfaat antara lain:

1. Bagi akademisi

Hasil penelitian ini dapat digunakan akademisi untuk mempelajari apakah terdapat hubungan tertentu dalam volume pembelian atau penjualan dalam perdagangan saham serta volatilitas pergerakan harga saham yang dilakukan oleh investor khususnya investor domestik terhadap *Return Pasar*.

2. Bagi para investor.

Hasil penelitian ini dapat digunakan investor sebagai pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi di pasar modal.

#### **1.5 Sistematika Penulisan**

Penulisan skripsi ini, dibagi beberapa bab yang membahas permasalahan untuk memperoleh gambaran dari seluruh skripsi. Adapun pembagian masing-masing bab secara terperinci sebagai berikut:

### 1. Bab I Pendahuluan

Bab ini menguraikan tentang latar belakang masalah mengenai perilaku *herding* dalam berinvestasi di pasar modal, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

### 2. Bab II Tinjauan Pustaka

Bab ini berisi landasan teori dan penelitian terdahulu sebagai acuan dasar teori dan analisis. Dalam bab ini dikemukakan: Pengertian Saham , Perilaku Herding (*Herding Behaviour*), Penyebab Terjadinya Herding, Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan, Inflasi, Kapitalisasi Pasar, *Return Pasar*, Landasan Teori Perilaku Keuangan (*Behavioural Finance*), Efisiensi Pasar, Hubungan Antar Variabel, Kerangka Pemikiran dan Hipotesis Penelitian.

### 3. Bab III Metode Penelitian

Bab ini menjelaskan jenis penelitian, pendekatan penelitian, tempat dan waktu penelitian, subjek penelitian, objek penelitian, metode pengumpulan data, serta metode dan alat analisis data.

### 4. Bab IV Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab ini menguraikan deskripsi obyek penelitian, hasil penelitian, dan pembahasan.

### 5. Bab V Penutup

Bab ini menguraikan simpulan, implikasi manajerial dan saran.

## **BAB II TELAAH PUSTAKA**

### **2.1 Pengertian**

#### **2.1.1 Saham**

Saham (*stock*) dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseorangan terbatas. Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Saham menurut Tanderlilin (2011) merupakan surat bukti kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham. Dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.

#### **2.1.2 Perilaku Herding (*Herding Behaviour*)**

Menurut Bikchandani & Sharma (2001), herding merupakan fenomena terjadinya pembelian atau penjualan secara berkelompok atas satu atau lebih saham secara berkelompok yang terjadi di pasar modal atau bursa. Herding tidak semata-mata terjadi secara terencana setiap kali terjadi pembelian berkelompok. Bentuk pasar efisiensi Indonesia yang berbentuk *semi strong form* memungkinkan investor memiliki kemampuan yang sama dalam hal akses memperoleh informasi secara relatif. Informasi-informasi yang sama diterima institusi berupa informasi

publik, apabila diterjemahkan sama oleh masing-masing institusi, dapat juga menjadi penggerak transaksi berkelompok ke arah yang sama, seolah-olah terjadi herding.

Herding berdasarkan informasi eksternal muncul bila sekelompok agen meniru keputusan pendahulunya, walaupun sinyal yang didapat menyarankan untuk mengambil keputusan yang berbeda. Sedangkan herding berdasarkan informasi internal yang didapatkan investor dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental perusahaan.

Ketika perilaku herding terjadi investor tidak menjamin akan mendapatkan return yang diharapkan karena harga saham di pasar modal tidak mencerminkan keadaan yang sesungguhnya, sehingga dapat terjadi kesalahan penetapan harga dari suatu saham karena terjadi bias dalam melihat risiko dan imbal hasil yang diharapkan (Hwang, 2004).

### **2.1.3 Penyebab Terjadinya Herding**

Perilaku herding (*herding behaviour*) dominan terjadi pada *emerging market* seperti Indonesia. Hal ini dibuktikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang, Cheng dan Khorana (1999) yang menyatakan bahwa terdapat aktivitas herding pada *emerging market* saat itu yaitu di negara Taiwan dan Korea Selatan. Maka dapat dipastikan perilaku herding terjadi di pasar saham Indonesia, dimana pasar saham Indonesia merupakan pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form*). Dengan adanya *semi strong form* ini informasi yang berada di pasar modal dapat diperoleh dengan mudah, sehingga sebagian investor dapat mendapatkan *privat information* mengenai imbal hasil masa depan (*abnormal*

*return*). Hal inilah yang menyebabkan investor lain mengikuti kebijakan investasi investor lain.

Menurut Bikchandani & Sharma (2001) terdapat tiga faktor penyebab terjadinya perilaku saling mengikuti keputusan antar investor (*herding*) antar investor di bursa saham, antara lain sebagai berikut:

1. Adanya informasi yang tidak sempurna “*cascade*” mengakibatkan bias atau ketidakpastian dalam pengambilan keputusan. Dalam kondisi investor tidak memiliki cukup informasi atau informasi yang dimilikinya meragukan, investor akan mengikuti keputusan berinvestasi investor lain. Investor akan cenderung mengikuti keputusan investasi mayoritas investor dibandingkan dengan sinyal yang dimilikinya.
2. Adanya kepentingan manajer investasi untuk menjaga reputasinya. Manajer investasi memiliki kemampuan yang berbeda-beda baik yang berkemampuan tinggi maupun rendah. Kemampuan manajer investasi yang tinggi mampu membedakan sinyal informasi dengan jelas dari *noise* dan menjadikan sinyal tersebut sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Sedangkan manajer yang berkemampuan rendah hanya akan mendapatkan informasi berupa *noise* yang akurasi diragukan sebagai dasar pengambilan keputusan. Manajer investasi yang berkemampuan rendah akan cenderung mengikuti keputusan investor lain dan tidak memiliki dasar yang pasti dalam mengambil keputusan. Dengan meniru keputusan investasi lain, apabila keputusan yang diambil benar maka reputasinya akan meningkat namun jika keputusan yang diambil

salah maka manajer akan terlindungi karena dianggap kurang beruntung walau telah mampu mengambil keputusan dan membaca sinyal serta terlindungi karena keputusan manajer lain yang mengikutinya.

3. Skema kompensasi dari perusahaan juga mempengaruhi kinerja manajer investasi. Keberhasilan manajer investasi dinilai dari kinerja portofolionya bila dibandingkan dengan kinerja *benchmark* yang ditetapkan. Manajer investasi akan cenderung menghindari resiko untuk melampaui kinerja *benchmark* dan bahkan berusaha menyusun portofolionya sedekat mungkin dengan *benchmark*.

#### **2.1.4 Volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)**

Volatilitas pasar merupakan fluktuasi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada Bursa Efek Indonesia atau ukuran dari ketidakpastian dari pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan. Tingkat volatilitas di berbagai negara dapat dipengaruhi oleh faktor makro maupun mikro yang meliputi sektor riil, faktor sektor finansial, kejadian luar biasa (*shock*), serta kebijakan moneter. Angka volatilitas ketika indeks sedang dalam trend menurun (*bearish*) relatif tinggi, sedangkan dalam trend meningkat (*bullish*) volatilitas relatif stabil dan hanya sesekali berada di luar batas rata-rata. Hal ini menunjukkan bahwa di Pasar Modal Indonesia apabila pergerakan IHSG sedang menurun maka terjadi *panic selling*, namun apabila IHSG bergerak sebaliknya *panic buying* tidak terjadi. Hal ini menunjukkan semakin tingginya volatilitas suatu pasar maka risiko pasar akan meningkat yang berdampak pada perilaku investor mengurungkan niatnya untuk menginvestasikan dananya karena risiko ketidakpastian return pasar tinggi, saat

terjadi volatilitas yang tinggi menyebabkan IHSG turun dan *Return Pasar* juga turun. Hal ini menunjukkan bahwa volatilitas pasar berpengaruh negatif terhadap *Return Pasar*. Selain itu, investor di pasar modal Indonesia belum bisa memperoleh informasi yang memadai sehingga hal ini terkadang menimbulkan kesalahan penentuan harga atau *mispricing* (Richard, 2005).

Adapun karakter atau tipikal investor terbagi menjadi Investor yang bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi, Investor yang bertransaksi dengan motif spekulasi, Investor domestik yang cenderung mengikuti pola transaksi investor asing (*herding behavior*). Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Tim Studi Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia Kementerian Keuangan (2011) volume perdagangan berpengaruh secara signifikan terhadap Volatilitas IHSG, dan dalam penelitian ini tingkat volatilitas IHSG berpengaruh negatif terhadap return pasar.

Dalam penelitian ini volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berperan dalam terjadinya fluktuasi harga saham di bursa dimana saat terjadi peningkatan volume perdagangan akan berpengaruh terhadap volatilitas perdagangan saham dan akan berdampak pada return pasar (*market return*). Semakin tinggi volatilitas maka akan semakin meningkatkan resiko (*risk*). Obyek dalam penelitian ini adalah tipe investor asing, dimana investor asing yang didominasi oleh institusional investor lebih cenderung untuk menginvestasikan dananya dalam jangka panjang bukan dengan trading. Sehingga dengan semakin tingginya volatilitas IHSG maka resiko juga akan naik dan menjadikan investor asing enggan untuk menginvestasikan dananya di Pasar Saham Indonesia.

### 2.1.5 Tingkat Inflasi

Samuelson (2001) memberikan definisi bahwa inflasi sebagai suatu keadaan dimana terjadi kenaikan tingkat harga umum, baik barang-barang, jasa-jasa maupun faktor-faktor produksi. Dari definisi tersebut mengindikasikan keadaan melemahnya daya beli yang diikuti dengan semakin merosotnya nilai riil (intrinsik) mata uang suatu negara.

Sementara definisi lain menegaskan bahwa inflasi terjadi pada saat kondisi ketidakseimbangan (*disequilibrium*) antara permintaan dan penawaran agregat, yaitu lebih besarnya permintaan agregat daripada penawaran agregat. Dalam hal ini tingkat harga umum mencerminkan keterkaitan antara arus barang atau jasa dan arus uang. Bila arus barang lebih besar dari arus uang maka akan timbul deflasi, sebaliknya bila arus uang lebih besar dari arus barang maka tingkat harga akan naik dan terjadi inflasi.

Secara umum pendapat ahli ekonomi menyimpulkan bahwa inflasi yang menyebabkan turunnya daya beli dari nilai uang terhadap barang-barang dan jasa, besar kecilnya ditentukan oleh elastisitas permintaan dan penawaran akan barang dan jasa. Faktor lain yang juga turut menentukan fluktuasi tingkat harga umum diantaranya adalah kebijakan pemerintah mengenai tingkat harga, yaitu dengan mengadakan kontrol harga, pemberian subsidi kepada konsumen dan lain sebagainya. Dari definisi yang ada tentang inflasi dapatlah ditarik tiga pokok yang terkandung di dalamnya (Gunawan, 1991), yaitu :

1. Adanya kecenderungan harga-harga untuk meningkat, yang berarti mungkin saja tingkat harga yang terjadi pada waktu tertentu turun atau

naik dibandingkan dengan sebelumnya, tetapi tetap menunjukkan kecenderungan yang meningkat.

2. Peningkatan harga tersebut berlangsung terus menerus, bukan terjadi pada suatu waktu saja.
3. Mencakup tingkat harga umum (*general level of prices*) yang berarti tingkat harga yang meningkat itu bukan hanya pada satu atau beberapa komoditi saja.

Menurut Rahardja dan Manurung (2004) suatu perekonomian dikatakan telah mengalami inflasi jika tiga karakteristik berikut dipenuhi yaitu terjadi kenaikan harga, kenaikan harga bersifat umum, dan berlangsung secara terus-menerus. Ada beberapa indikator yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah suatu perekonomian sedang dilanda inflasi atau tidak. Indikator tersebut diantaranya :

1. Indeks Harga Konsumen (IHK)

IHK adalah indeks harga yang paling umum dipakai sebagai indikator inflasi. IHK mempresentasikan harga barang dan jasa yang dikonsumsi oleh masyarakat dalam suatu periode tertentu.

2. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB)

IHPB merupakan indikator yang menggambarkan pergerakan harga dari komoditi-komoditi yang diperdagangkan pada tingkat produsen di suatu daerah pada suatu periode tertentu. Jika pada IHK yang diamati adalah barang-barang akhir yang dikonsumsi masyarakat, pada IHPB yang diamati adalah barang-barang mentah dan barang-barang setengah jadi yang merupakan input bagi produsen.

### 3. GDP Deflator

Prinsip dasar GDP deflator adalah membandingkan antara tingkat pertumbuhan ekonomi nominal dengan pertumbuhan riil.

#### **2.1.6 Kapitalisasi Pasar (*Size*)**

Harga pasar menyatakan naik turunnya suatu saham dimana harga pasar merupakan harga yang paling mudah diketahui karena harga pasar merupakan harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung. Jika harga pasar ini dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*) maka akan didapatkan nilai pasar atau nilai kapitalisasi pasar (*market value or market capitalization*). Kapitalisasi pasar dari saham-saham yang diperdagangkan dipasar modal dibagi dalam tiga kelompok berdasarkan kapitalisasinya, yaitu: kapitalisasi besar, kapitalisasi sedang dan kapitalisasi kecil. Saham yang berkapitalisasi besar merupakan saham –saham yang nilai kapitalisasinya lebih besar atau sama dengan 5 trilyun rupiah. Pada umumnya saham yang mempunyai nilai kapitalisasi besar menjadi incaran para investor untuk investasi jangka panjang karena menggambarkan potensi pertumbuhan perusahaan yang bagus serta memiliki resiko yang rendah (Ang,1997). Penelitian yang telah dilakukan Teguh Prasetya (2000) menyatakan pada periode *bullish* nilai kapitalisasi berpengaruh positif terhadap return saham tetapi pada periode *bearish* nilai kapitalisasi pasar tidak signifikan berpengaruh terhadap return saham.

#### **2.1.7 Return Pasar (*Market Return*)**

Salah satu daya tarik investor menanamkan modalnya di pasar modal adalah adanya harapan untuk memperoleh imbal hasil (*return*) dari dana yang

telah diinvestasikan. Imbal hasil (*return*) dapat berupa realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang (Jogiyanto, 2000 : 107).

Menurut Jogiyanto imbal hasil realisasi (*realized return*) merupakan imbal hasil yang terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja pasar saham. *Return* historis digunakan sebagai dasar penentuan imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) dan risiko pada masa mendatang. Imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) adalah imbal hasil yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang, hanya saja sifatnya belum terjadi. Menurut Jones (2000) tingkat keuntungan atau imbal hasil investasi dibagi menjadi dua komponen utama, yaitu:

1. *Yield*, merupakan imbal hasil yang diterima oleh pemegang aset dalam bentuk kas untuk saham, penerimaan kas ini adalah dalam bentuk pembayaran dividen.
2. *Capital gain (loss)*, yang menunjukkan perubahan harga dari sekuritas. Komponen ini mencakup perbedaan antara harga saham tersebut pada waktu dibeli (*beginning price*) dan harga saham pada waktu dijual (*ending price*).

Apabila perbedaan tersebut positif, maka pemodal akan menikmati *capital gain*, sebaliknya apabila perbedaan tersebut negatif, maka pemodal akan mengalami kerugian (*capital loss*), sehingga total *return* didefinisikan sebagai *yield* (berupa dividen) ditambah dengan perubahan harga saham (berupa *capital gain* atau *capital loss*).

*Actual return* yang diterima oleh investor belum tentu sama dengan tingkat *return* yang diharapkan karena adanya faktor risiko, sehingga investor yang rasional perlu untuk memperkirakan besarnya risiko dan tingkat keuntungan dari seluruh aset yang ada di pasar. Untuk itu pembentukan model-model keseimbangan umum sangat berguna untuk menjelaskan hubungan antara risiko dan tingkat keuntungan serta menentukan ukuran risiko yang relevan bagi setiap aset, juga dapat bermanfaat untuk penentuan harga aset.

## **2.2 Landasan Teori**

### **2.2.1 Behavioural Finance**

Keuangan keprilakuan ini mulai dikenal berbagai pihak terutama akademisi setelah Solvic (1969 dan 1972) mengemukakan aspek psikologi pada investasi dan stokbroker Tversky dan Kahneman (1974) menyampaikan penilaian pada kondisi ketidakpastian yang bisa menghasilkan heuristik atau bias. Shefrin (2000) mendefinisikan keuangan keprilakuan (*behaviour finance*) adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Nofsinger (2001) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia secara actual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (*a financial setting*). Khususnya, mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan. Kedua konsep yang diuraikan secara jelas menyatakan bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi.

Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi dengan menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau perilaku keuangan (*Behaviour Finance*).

Investor dalam melakukan investasi tidak hanya menggunakan estimasi atas prospek instrumen investasi, tetapi faktor psikologi sudah ikut menentukan investasi tersebut. Adanya faktor psikologi dapat mempengaruhi investasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau keuangan keperilakuan (*Behaviour Finance*).

Perilaku keuangan dapat mempengaruhi perilaku investor di pasar modal khususnya berkaitan dengan kepemilikan saham. Keputusan investor tersebut didasarkan atas estimasi yang telah dilakukan sebelumnya, dan tanpa disadari ternyata hal tersebut juga dipengaruhi oleh perilaku yang berkaitan dengan kognitif seseorang. Pengaruh kognitif ini dapat menyebabkan keputusan investasi yang dilakukan investor menjadi irrasional (Tristantyo, 2014).

Menurut Mark Hirschey (2008), perilaku keuangan (*behavioural finance*) merupakan studi mengenai *cognitive errors* dan berbagai emosi dalam keputusan investasi. Kognitive error dan emosi yang ekstrem dapat mempengaruhi investor dalam membuat keputusan investasi yang buruk. Perilaku keuangan mempertimbangkan bagaimana psikologi sosial dan psikologi personal mempengaruhi keputusan keuangan dan perilaku pasar keuangan.

### 2.2.2 Efisiensi Pasar (*Market Efficiency*)

Terdapat tiga macam pasar efisien yaitu pasar efisien secara informasi (*informationally efficient market*) yang dikembangkan oleh Fama (1970), pasar efisien secara operasional (*operationally efficient market*) dan pasar efisien secara keputusan (*decisionally efficient market*) yang dikembangkan oleh Jogiyanto Hartono (2001). Ketiga pasar tersebut secara rinci dijelaskan sebagai berikut:

#### 1. Efisiensi Pasar Secara Informasi (*informationally efficient market*)

Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi. Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien secara informasi adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi.

Fama (1970) mengklasifikasikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar, berdasarkan bentuk dari informasi yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat.

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

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang

efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan abnormal return.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan abnormal return dalam jangka waktu yang lama. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut:

- Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya adalah pengumuman laba, pengumuman pembagian deviden, pengumuman pengembangan produk baru, pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman perubahan metode akuntansi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain sebagainya.

- Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi tersebut. Contoh dari informasi ini misalnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirement*) yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.
  - Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan aliran kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.
- c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat (*strong form*) jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua

informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh abnormal return karena mempunyai informasi privat. Tujuan dari Fama (1970) membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Tingkatan kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya bahwa pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien bentuk setengah kuat.

## 2. Efisiensi Pasar Secara Operasional

Efisiensi pasar secara operasional (*operational efficiency*) menunjukkan kemampuan pasar modal untuk menyediakan likuiditas, eksekusi transaksi dengan cepat dengan biaya-biaya perdagangan yang rendah (Freud and Pagano, 2000). Efisiensi pasar seperti ini dapat diukur dengan bid-ask spread dan disesuaikan dengan karakteristik perdagangan dari saham-saham tertentu. Akan tetapi, Chan dan Lakonishok (1994) berargumentasi bahwa hasil *bid-ask spread* ini dapat menyesatkan.

Mereka menunjukkan permasalahan *bid-ask spread* ini dengan membandingkan harga-harga sesungguhnya yang dibayar oleh investor institusi (termasuk komisinya) terhadap nilai-nilai tengah dari catatan *bid-ask* pada saat eksekusi.

Pasar efisien secara operasional dapat diukur dengan *bid-ask spread*. Venkatesh dan Chiang (1986) menunjukkan bahwa *bid-ask spread* sebenarnya mengukur informasi tidak simetris (*asymmetric information*) antara *dealer* dan investor.

### 3. Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah jika efisiensi pasar secara informasional (*informationally efficient market*) hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar. Karena melibatkan lebih banyak faktor dalam menentukan pasar yang efisien, suatu pasar yang efisien secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi. Pasar Modal Indonesia masuk dalam kategori Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form efficiency*) bahkan beberapa penelitian menyatakan bahwa Pasar Modal Indonesia berada pada kondisi *sub efficient*. Keadaan pasar *weak form* menyatakan bahwa harga sekuritas telah mencerminkan semua data historis yang terjadi, sehingga informasi tentang harga, volume ataupun analisa pergerakan trend tidak dapat digunakan untuk

mendapatkan keuntungan lebih. Data tentang harga dan volume tersedia juga sangat mudah didapatkan, sehingga jika data tersebut dapat memberikan sinyal yang tepat bagi investor maka hampir semua investor dapat menggunakan informasi ini. Ketika informasi dari data historis memberikan sinyal untuk membeli, maka seluruh investor akan dapat menangkap sinyal tersebut, maka yang terjadi adalah pergerakan secara tiba-tiba, hal inilah yang menyebabkan tingkat volatilitas tinggi. Kondisi pasar weak form juga dikarenakan (Jones, 2007):

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.
2. Harga informasi mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar satu dengan yang lain terhadap yang lain pada satu informasi yang sama, atau pelaku pasar memiliki informasi yang tidak seimbang sehingga terjadi *asymmetric information*.
3. Informasi yang tersedia tidak dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar.
4. Investor adalah individu yang lugas (naïve investors) dan tidak canggih (unsophisticated investors). Investor bereaksi secara lugas karena mereka memiliki kemampuan terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima, oleh sebab itu kerap kali mengambil keputusan yang tidak tepat, bahkan berlebihan dalam mengambil posisi portofolionya.

### 2.3 Penelitian Terdahulu

#### 1. Russ Wermer (1995 dan 1999)

Penelitian yang dilakukan oleh Wermer (1995) berjudul “*Mutual Fund Herding and The Impact On Stock Prices*” mengkaji mutual fund membeli saham berdasarkan pada return masa lalu kecenderungan untuk menunjukkan perilaku herding (membeli atau menjual saham yang sama pada waktu yang sama). Hasilnya menunjukkan bahwa dana yang diinvestasikan dengan strategi momentum secara signifikan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan dana lain.

Penelitian yang dilakukan oleh Wermer (1999) meneliti aktivitas trading pada mutual fund industri untuk menjelaskan herding saat investor memperdagangkan saham dan menginvestigasi dampak herding terhadap harga saham. Hasilnya menunjukkan bahwa herding beli lebih kuat pada return saham masa lalu yang tinggi dan herding jual lebih kuat pada return saham masa lalu yang rendah.

#### 2. Erwin Nugroho

Penelitian berjudul “Herding Investor Lokal-Asing dan Hubungan Jangka Panjangnya Terhadap Imbal Hasil Abnormal Pada Bursa Efek Indonesia” mengkaji adanya ketidakseimbangan pembelian di dalam BEI mempengaruhi harga saham sehingga mempengaruhi imbal hasil saham. Hasilnya menunjukkan bahwa herding beli yang dilakukan oleh investor asing menyerupai apa yang terjadi di NYSE dan memiliki hubungan negatif. Sebaliknya herding investor

lokal memiliki hubungan positif terhadap imbal hasil abnormal serta herding tidak cukup kuat meramalkan imbal hasil di masa depan.

3. Gutierrez dan Kelley (2009)

Penelitian berjudul "*Institutional Herding and Future Stock Return*" meneliti mengenai hubungan institusional herding dan return saham masa depan (*future stock return*). Hasilnya menunjukkan bahwa 2 hingga 3 tahun setelah herding, herding beli menunjukkan imbal hasil abnormal yang negatif. Pada sisi penjualan, Herding tidak menunjukkan abnormal return masa depan.

4. Yu-Fen Chen, Sheng-Yung Yang, Fu-Lai Lin (2012)

Penelitian berjudul "*Foreign institutional industrial herding in Taiwan stock market*" meneliti mengenai herding institusional luar negeri (asing) pada Pasar Saham Taiwan. Hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding berdampak positif terhadap return masa depan industri.

5. Amil Dasgupta, Andrea Prat, Michela Verardo (2010)

Penelitian berjudul "*The Price Impact of Institutional Herding*" meneliti mengenai herding institusional pada Pasar Saham NYSE. Hasilnya menunjukkan bahwa Herding institusional positif memprediksi return jangka pendek dan negatif memprediksi return jangka panjang..

6. Juan Yao, Chuanchan Ma, William Peng He (2014)

Penelitian berjudul "*Investor herding behaviour of Chinese stock market*" mengkaji perilaku herding investor pada pasar saham China dengan menggunakan

pendekatan yang dilakukan oleh Christie dan Huang (1995) dan CCK (2000) dengan *Cross Sectional Standar Deviation* (CSSD). Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat perilaku herding di pasar saham Shanghai dan Shenzhen (Pasar saham B) namun tidak terdapat bukti herding di pasar saham A. Perilaku herding ditemukan lebih merata pada level industri dibandingkan pada level pasar (market).

#### 7. Firmansyah (2006)

Penelitian ini meneliti mengenai Analisis Volatilitas Harga. Hasilnya menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian imbal hasil (*return*).

#### 8. Richard A. Michelfelder and Saurin Pandya (2005)

Penelitian berjudul “*Volatility of Stock Return: Emerging and Mature Market*” meneliti mengenai Volatilitas saham pada *Emerging market* dan *Mature Market*. Hasilnya menunjukkan bahwa Volatilitas imbal hasil pasar pada *emerging market* berlangsung selama periode jangka pendek dibandingkan pada *mature market*.

#### 9. Joshi (2011)

Penelitian ini meneliti mengenai “*Return and Volatility Spillovers Among Asian Stock Markets*”. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara volatilitas imbal hasil (*return volatility*) dan imbal hasil saham (*stock return*).

10. Fama and French (1981)

Penelitian berjudul "*The Cross Section Of Expected Return*" meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *expected stock return*. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara stock return dan tingkat inflasi.

11. Mark A. Hooker (2004)

Penelitian berjudul "*Macroeconomic Factors and Emerging Market Equity Returns: A Bayesian Model Selection Approach*" meneliti mengenai faktor-faktor makroekonomi yang mempengaruhi *Return Pasar* pada *emerging market*. Hasilnya menunjukkan bahwa tingkat inflasi memiliki korelasi positif signifikan terhadap return..

12. Kruger and Lantermans (2010)

Penelitian berjudul "*Risk, Book to Market and Size Effects in the South African Stock Market*" meneliti mengenai pengaruh resiko, PBV dan kapitalisasi pasar terhadap return saham pada pasar saham Afrika. Hasilnya menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar (*size*) memiliki korelasi negatif dengan return pasar..

13. Mei Hotma Mariati Munte (2009)

Penelitian berjudul "Pengaruh Faktor Fundamental terhadap return pasar pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia" meneliti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *return*. Hasilnya menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar (*size*) memiliki korelasi positif dengan return.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Judul	Peneliti	Variabel	Metode Penelitian	Hasil
1.	<i>Investor herding behaviour of Chinese stock market</i>	Juan Yao, Chuanchan Ma, William Peng He (2014)	Independen: CSSD ( <i>Cross sectional standard deviation</i> ) Dependen: Market return	Metodologi yang digunakan berdasarkan pendekatan Christie and Huang (1995) dan CCK (2000) dengan CSSD dan diukur dengan menggunakan Regresi Panel	- Terdapat bukti signifikan adanya perilaku herding di pasar saham Shanghai dan Shenzhen, namun tidak terdapat bukti herding di pasar saham A.
2.	<i>Causes and Consequences of Short Term Institutional Herding</i>	Stephanie Kremer, Dieter Nautz	Independen: Trading volume, size, market return, dan market volatility. Dependen: Institutional Herding	Metodologi yang digunakan dengan menggunakan regresi panel.	Trading volume, size dan market return secara signifikan mempengaruhi terjadinya institutional herding.
3.	<i>Foreign institutional herding in Taiwan stock market</i>	Yu-Fen Chen, Sheng-Yung Yang, Fu-Lai Lin (2012)	Independen: foreign institutional demand, standardized lagged demand, prior industrial return, log value of market capitalization, number of	Penelitian ini menggunakan Sias herding dalam mengidentifikasi perilaku herding institusional luar negeri. Untuk mengetahui penyebab dan impact	- Perilaku herding berdampak positif terhadap return masa depan industri. - Terdapat perilaku herding investor institusional LN di pasar sekuritas

			firms in an industry and value-weighted of industrial speculative intensity. Dependent: future industrial return.	herding, penulis menggunakan model regresi untuk menganalisis hubungan antara permintaan institusional LN terhadap saham pada beberapa industri dan return industri, kontrol kapitalisasi pasar industri, jumlah perusahaan di industri dan intensitas spekulatif industri.	Taiwan.
4.	<i>The Price Impact of Institutional Herding</i>	Amil Dasgupta, Andrea Prat, Michela Verardo (2010)	Institutional herding, <i>short term return</i> dan <i>long term return</i> .	<i>Panel regression</i>	Herding institusional positif memprediksi return jangka pendek dan negatif memprediksi return jangka panjang.
5.	<i>Mutual Fund Herding and The Impact On Stock Prices</i>	Russ Wermer (1999)	<i>Buy Herd, Sell Herd, Abnormal Return, dan Firm Size.</i>	<i>Panel Regression</i>	Herding beli lebih kuat pada return saham masa lalu yang tinggi dan herding jual lebih kuat pada return saham

					masa lalu yang rendah.
6.	<i>Institutional Herding and Future Stock Return</i>	Gutierrez dan Kelley (2009)	Buy Herd, Sell Herd and Abnormal Return.	Cross Sectional Regressions	Herding beli berkorelasi dengan return saham masa depan, namun herding jual tidak menunjukkan korelasi dengan abnormal return.
7.	Herding Investor Lokal-Asing dan Hubungan Jangka Panjangnya Terhadap Imbal Hasil Abnormal Pada Bursa Efek Indonesia	Erwin Nugroho (2011)	Dependen: Imbal hasil abnormal. Independen: Herding (Herding beli dan jual)	Pendekatan yang digunakan dengan menggunakan LSV dan diolah dengan metode OLS Regression	Herding tidak cukup kuat meramalkan imbal hasil di masa depan.
8.	Analisis Perilaku Herding Berdasarkan Tipe Investor dalam Kepemilikan Saham	Rajendra Wisnu Tristantyo (2014)	Investor Asing Individu, Investor Asing Institusi, Investor Domestik Individu, dan Investor Domestik Institus.	<i>Vector Autoregression (VAR)</i>	- Terdapat pola hubungan kausalitas antara tipe investor asing institusi terhadap domestik individu, asing institusi terhadap domestik institusi, domestik institusi terhadap domestik individu hubungan

					tersebut terjadi satu arah. - Adanya perilaku <i>herding</i> dalam pasar modal Indonesia walaupun dampaknya hanya pada sesama tipe investor.
9.	Analisis Volatilitas Harga	Firmansyah (2006)	Volatilitas harga pasar dan imbal hasil ( <i>return</i> )	ARCH dan GARCH model	Semakin tinggi tingkat volatilitas, semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian imbal hasil atau semakin rendah imbal hasil ( <i>return</i> ) yang dihasilkan.
10.	<i>Volatility of Stock Return: Emerging and Mature Market</i>	Richard A. Michelfelder and Saurin Pandya (2005)	<i>Stock market return</i> dan <i>Volatility shock</i>	<i>Vector Autoregression</i> (VAR)	Volatilitas imbal hasil pasar pada <i>emerging market</i> berlangsung selama periode jangka pendek dibandingkan pada <i>mature market</i> .
11.	<i>Return and Volatility Spillovers Among Asian Stock Markets</i>	Joshi (2011)	Return, shock, dan volatility spillovers.	Metode yang digunakan dengan model multivariate GARCH-BEKK.	Terdapat hubungan positif antara volatilitas imbal hasil ( <i>return volatility</i> ) dan imbal hasil saham ( <i>stock return</i> ).

12.	<i>The Cross Section Of Expected Return</i>	Fama and Frech (1981)	Stock return, tingkat inflasi, suku bunga dan aktivitas ekonomi.	Regresi	Hubungan negatif antara <i>stock return</i> dan tingkat inflasi.
13.	<i>Macroeconomic Factors and Emerging Market Equity Returns: A Bayesian Model Selection Approach</i>	Mark A. Hooker (2004)	Faktor makroekonomi dan <i>market return</i>	Regresi	Tingkat inflasi memiliki korelasi positif signifikan terhadap return.
14.	<i>Risk, Book to Market and Size Effects in the South African Stock Market.</i>	Kruger and Lantermans (2010)	PBV, Size risk, and stock market.	Regresi	Kapitalisasi pasar ( <i>size</i> ) memiliki korelasi negatif dengan return pasar.
15.	Pengaruh Faktor Fundamental terhadap return saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	Mei Hotma Mariati Munte (2009)	CR, ROE, CFOD, PBV, size, return.	Multiple Regression Linear	Kapitalisasi pasar ( <i>size</i> ) memiliki korelasi positif dengan return.

#### 2.4 Hubungan Antar Variabel dan Perumusan Hipotesis

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

saham. Hubungan antar variabel serta hipotesis penelitian dijelaskan sebagai berikut:

#### **2.4.1 Pengaruh Herding Investor Asing Terhadap *Return* Pasar**

Dalam transaksi trading, dapat dilihat apabila sekumpulan investor mengikuti perilaku investor lain dalam membeli suatu saham pada waktu yang bersamaan, dapat diindikasikan terdapat perilaku herding. Hal ini sesuai dengan yang telah dijelaskan dimana investor yang melakukan herding terpengaruh oleh keputusan investor lain dimana terdapat beberapa investor yang memiliki privat information untuk mendapatkan abnormal return. Perilaku mengikuti investor lain untuk membeli suatu saham pada waktu yang sama ini disebut dengan herding beli. Dengan semakin meningkatnya keputusan membeli suatu saham tertentu pada waktu yang sama akan meningkatkan volume perdagangan saham yang terjadi di Bursa Efek Indonesia sehingga akan meningkatkan IHSG dimana semakin meningkatnya volume perdagangan beli saham akan meningkatkan Return Pasar. Dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1.1 bahwa tipe investor asing cenderung untuk membeli (Herd Buy) saham-saham yang diperdagangkan di pasar saham Indonesia dengan kapitalisasi besar yang akan memberikan *impact* terhadap harga saham saat itu yang kemudian diikuti oleh investor yang lain. Dengan adanya perilaku herding ini akan terjadi kecenderungan untuk membeli suatu saham di pasar saham Indonesia. Dengan semakin besarnya pengaruh investor asing sebagai pemicu investor domestik untuk membeli suatu saham maka akan semakin meningkatkan volume perdagangan beli saham tersebut dan meningkatkan return pasar. Hal ini

mengindikasikan bahwa herding investor asing berpengaruh positif terhadap return. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yu Fen Chen (2012) bahwa herding berkorelasi positif dengan return.

Dengan demikian dirumuskan hipotesis 1 sebagai berikut ini :

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

#### **2.4.2 Pengaruh Volatilitas IHSG Terhadap *Return Pasar***

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

Dengan demikian dirumuskan hipotesis 2 sebagai berikut ini :

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

### **2.4.3 Pengaruh Tingkat Inflasi Terhadap *Return* Pasar**

Pasar modal sebagai sarana investasi memiliki peran penting dalam perekonomian suatu negara. Harapan setiap investor melakukan investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan (*return*) baik jangka pendek maupun jangka panjang. Namun saat tingkat inflasi naik tak terkendali, akan berdampak pada biaya operasional perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang semakin besar. Sehingga laba bersih emiten dikhawatirkan akan turun, peningkatan inflasi menjadikan daya beli masyarakat menurun, sehingga mengurangi investasi di pasar modal, akibatnya harga-harga saham turun dan *Return Pasar* juga mengalami penurunan. Apabila hal ini terjadi pada banyak saham maka IHSG secara keseluruhan juga akan turun yang mengakibatkan turunnya *return* pasar. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama and French (1981) dan Adams et al (2004) menemukan bahwa adanya hubungan negatif antara tingkat inflasi dengan *Return Pasar*.

Dengan demikian dirumuskan hipotesis 3 sebagai berikut ini :

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

### **2.4.4 Pengaruh Kapitalisasi Pasar Terhadap *Return* pasar**

Kapitalisasi pasar merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang beredar dimana kapitalisasi pasar menggambarkan besarnya saham yang dipegang oleh investor dan yang sedang diperdagangkan di bursa. Semakin besar kapitalisasi pasar maka mengindikasikan semakin besarnya transaksi yang dilakukan oleh investor di pasar saham sehingga *return* pasar yang dihasilkan juga akan semakin besar. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mei

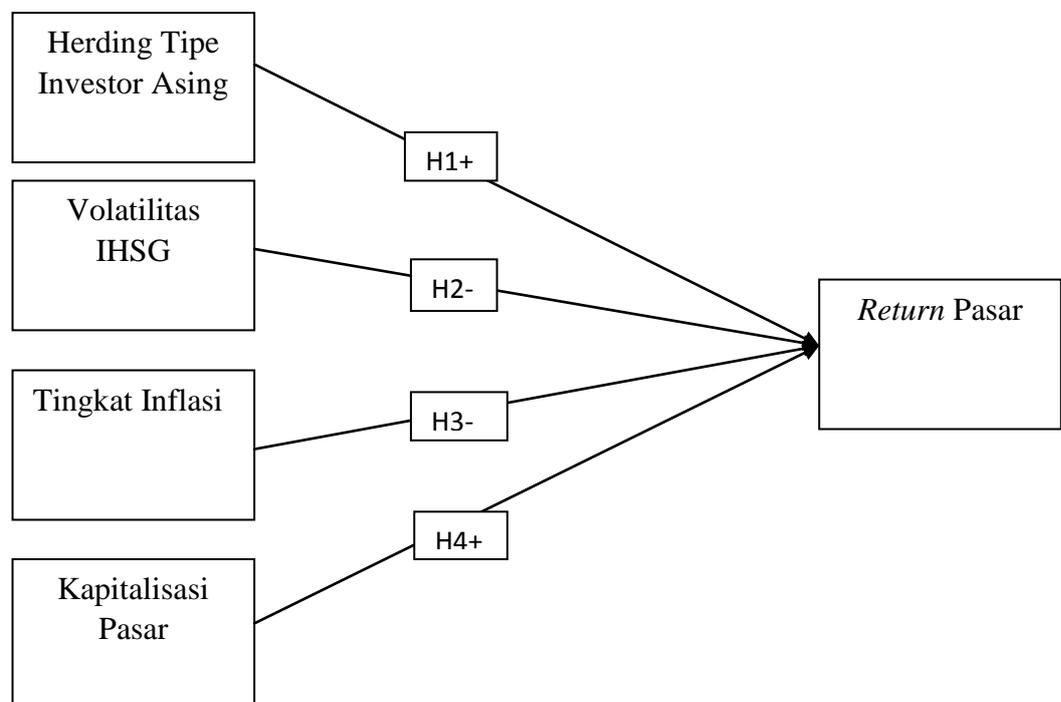
Hotma Mariati Munte (2009) dan Richard (2005) bahwa kapitalisasi pasar berkorelasi positif terhadap return pasar.

Dengan demikian dirumuskan hipotesis 4 sebagai berikut ini :

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

## 2.5 Kerangka Pemikiran

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



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

## 2.6 Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap masalah yang diteliti dan merupakan pernyataan singkat yang disimpulkan dari telaah pustaka. Atas dasar pertimbangan teori, penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran teoritis maka hipotesis yang akan diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Herding tipe investor asing memiliki korelasi positif terhadap *return* pasar.

H2 : Volatilitas pasar memiliki korelasi positif terhadap *return* pasar.

H3 : Tingkat inflasi memiliki korelasi negatif terhadap *return* pasar.

H4 : Kapitalisasi pasar memiliki korelasi positif terhadap *return* pasar.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel**

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

Definisi operasional adalah melekatkan arti pada suatu variabel dengan cara menetapkan kegiatan atau tindakan yang perlu untuk mengukur variabel itu. Pengertian operasional variabel ini kemudian diuraikan menjadi indikator empiris yang meliputi :

##### **3.1.1 Variabel Independen**

1. Herding investor asing merupakan suatu keadaan dimana sekumpulan investor saling mengikuti perilaku investor satu dengan yang lainnya yaitu kecenderungan untuk membeli atau menjual suatu saham yang sama secara bersamaan di bursa yang dilakukan oleh investor asing. Dalam penelitian ini herding yang digunakan sebagai obyek penelitian adalah herding yang dilakukan oleh investor asing.

Dalam penelitian ini pengukuran herding yang digunakan sama seperti yang digunakan oleh Gutierrez dan Kelley (2009) dan Erwin Nugroho (2012) menggunakan persamaan yang diadaptasi dari persamaan LSV untuk mengukur intensitas tertinggi dan terendah. Intensitas herding diukur dengan persamaan sebagai berikut:

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

Keterangan:

B (i) : Net Buy Investor Asing

S (i) : Net Sell Investor Asing

HERD<sub>t</sub> : Nilai Herding

2. Volatilitas pasar merupakan fluktuasi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada Bursa Efek Indonesia atau ukuran dari ketidakpastian dari pergerakan harga Indeks Harga Saham Gabungan. Metode penghitungan volatilitas yang digunakan yaitu dengan *historical volatility* dengan menghitung standar deviasi *Return Pasar* dari harga IHSG secara periodik sebagai berikut:

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

Keterangan :

Vol IHSG : Volatilitas IHSG

$\sigma$ IHSG<sub>t</sub> : IHSG harian yang distandardeviasikan menjadi standar deviasi IHSG bulanan

3. Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan keadaan dimana terjadi kenaikan tingkat harga umum, baik barang-barang, jasa-jasa maupun faktor-faktor produksi. Dari definisi tersebut mengindikasikan keadaan melemahnya daya beli yang diikuti dengan semakin merosotnya nilai riil (intrinsik) mata uang suatu negara.

Inflasi menunjukkan arus harga secara agregat dimana inflasi sangat terkait dengan penurunan kemampuan daya beli, baik individu maupun perusahaan. Metode penghitungan tingkat inflasi yang digunakan adalah dengan menggunakan penghitungan tingkat inflasi secara bulanan sebagai berikut:

$$IR_n = \left( \frac{IHK_n}{IHK_{n-1}} \times 100\% \right) - 100\%$$

Keterangan:

$IR_n$  : Presentase tingkat inflasi bulan ke-n

$IHK_n$  : Indeks Harga Konsumen Gabungan bulan ke-n

$IHK_{n-1}$  : Indeks Harga Konsumen Gabungan bulan sebelumnya

Data inflasi diambil dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

#### 4. Kapitalisasi Pasar (*Size*)

Kapitalisasi pasar (*size*) menggambarkan besarnya saham Efek Indonesia yang diperdagangkan di bursa. Kapitalisasi pasar merupakan perkalian antara harga saham dengan jumlah saham yang diperdagangkan.

Penghitungan nilai kapitalisasi pasar dijelaskan dengan rumus berikut:

Size = Harga saham x Jumlah saham yang diperdagangkan

### 3.1.2 Variabel Dependen

*Return Pasar* merupakan imbal hasil atau pendapatan yang akan diterima jika menginvestasikan dana pada suatu aktiva finansial (saham). Imbal hasil yang akan diterima oleh investor berupa deviden dan capital gain (selisih harga IHSG

periode t dan IHSG periode sebelumnya) atau secara matematis didefinisikan sebagai berikut:

$$\text{Return Pasar (r)} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$IHSG_t$  : Indeks Harga Saham pada periode t.

$IHSG_{t-1}$  : Indeks Harga Saham pada periode sebelumnya (t-1).

**Tabel 3.1 Variabel dan Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Definisi Operasional	Notasi dan Satuan	Rumus	Referensi
Herding Investor Asing	suatu keadaan dimana sekumpulan investor saling mengikuti perilaku investor satu dengan yang lainnya yaitu kecenderungan untuk membeli atau menjual suatu saham yang sama secara bersamaan di	<i>Buy Herd</i>	$HERD_t = \frac{B(i)}{B(i)+S(i)}$	Gutierrez & Kelley, 2009, p.5

Variabel	Definisi Operasional	Notasi dan Satuan	Rumus	Referensi
	bursa yang dilakukan oleh investor asing.			
Volatilitas Pasar	Fluktuasi IHSG pada Bursa Efek Indonesia atau ukuran ketidakpastian dari pergerakan harga IHSG di waktu yang akan datang.	Vol	$\text{Vol IHSG} = \sigma \text{IHSG}t$	Fank Cabrera, 2011
Tingkat Inflasi	Suatu keadaan dimana terjadi kenaikan tingkat harga umum, baik barang-barang, jasa-jasa maupun faktor-faktor produksi.	IR	$\text{IR}_n = \left( \frac{\text{IHK}_n}{\text{IHK}_{n-1}} \times 100\% \right) - 100\%$	<a href="http://www.bi.go.id">www.bi.go.id</a>
Kapitalisasi Pasar	Besarnya saham yang dipegang oleh investor dan yang sedang	Size	Size = Harga saham x Jumlah saham yang diperdagangkan	<a href="http://www.ojk.co.id">www.ojk.co.id</a>

Variabel	Definisi Operasional	Notasi dan Satuan	Rumus	Referensi
	diperdagangkan di bursa.			
Return Pasar	Selisih indeks harga saham periode sekarang dengan indeks harga saham pasar periode yang lalu.	r	$\text{market return (t)} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	Ghozali, 2007, p.56

### 3.2 Populasi dan Sampel

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

Sedangkan Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2008). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pasar saham Indonesia yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang terdapat di Bursa Efek Indonesia periode bulan Januari 2005 sampai dengan bulan Desember 2014. Tahun tersebut dipilih karena sesuai dengan perkembangan

pasar modal Indonesia sebelum mengalami krisis tahun 2005 hingga setelah mengalami krisis tahun 2009-2014. Hal ini dapat membantu peneliti untuk melihat perkembangan pasar modal di Indonesia sebelum terjadinya krisis, pada saat terjadinya krisis dan pasca terjadinya krisis tahun 2008, apakah terdapat hubungan investor asing melakukan transaksi saham dengan mengikuti keputusan investasi investor lain untuk membeli (Herding Beli) atau menjual (Herding Jual) sahamnya pada saat krisis pasar modal yang akan mempengaruhi *Return Pasar* dimana pasar saham selalu mengalami volatilitas harga yang akan mempengaruhi imbal hasil yang didapatkan oleh investor.

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

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

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

Penelitian ini menerapkan data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung. Data sekunder adalah data yang telah dikumpulkan oleh sebuah institusi tertentu dan dipublikasikan secara umum berupa data volume

perdagangan saham berdasarkan tipe investor, tingkat inflasi, kapitalisasi pasar serta data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari Januari 2005 sampai Desember 2014. Hal ini dikarenakan penelitian ini bermaksud untuk meneliti pengaruh herding yang dilakukan oleh investor asing, volatilitas pasar, tingkat inflasi dan kapitalisasi pasar terhadap return pasar IHSG.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis data sekunder. Sumber data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data nilai kapitalisasi pasar bulanan dan volume perdagangan saham berdasarkan tipe investor yang didapatkan dari Statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK), data bulanan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia, serta data tingkat inflasi yang didapatkan dari Bank Indonesia periode bulan Januari 2005 sampai dengan Desember 2014. Data penelitian diperoleh dari data Statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id), Bursa Efek Indonesia melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan Badan Pusat Statistik melalui [www.bps.go.id](http://www.bps.go.id). Pemilihan data bulanan karena dalam suatu bulan untuk menganalisis hubungan herding yang dilakukan oleh investor asing, volatilitas IHSG, tingkat inflasi serta kapitalisasi pasar selama periode Januari 2005 sampai Desember 2014.

### **3.4 Metode Pengumpulan Data**

Peneliti mendapatkan data tersebut dari Statistik OJK, Statistik BEI dan Statistik BPS. Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan studi kepustakaan, yaitu pengambilan data diperoleh dari beberapa *literature* yang berkaitan dengan permasalahan yang sedang diteliti, penelusuran data ini dilakukan dengan cara :

1. Metode Dokumentasi.

Metode dokumentasi dilakukan dengan mengumpulkan data yang penyelidikannya ditujukan pada penguraian dan penjelasan apa yang telah lalu, melalui sumber-sumber dokumen. Dari metode ini diharapkan akan diperoleh catatan mengenai data-data yang ada hubungannya dengan penelitian ini yaitu laporan keuangan.

2. Metode Telaah Pusaka.

Metode telaah kepustakaan dilakukan dengan mengumpulkan data yang bersifat teoritis mengenai permasalahan yang berkaitan dengan penelitian ini. Metode ini dilakukan untuk menunjang kelengkapan data dengan menggunakan buku-buku literatur yang berhubungan dengan *return* portofolio saham.

### **3.5 Metode Analisis**

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

### 3.5.1 Statistik Deskriptif

Menurut Saleh (2004) statistic deskriptif ini merupakan suatu landasan analisis statistik yang cukup penting dalam mempelajari statistic induktif berikutnya. Statistic deskriptif adalah suatu ilmu yang mempelajari bagaimana cara menyusun, menyajikan, dan mengukur nilai data yang telah tersedia dari suatu proses penelitian dan akan diperoleh suatu gambaran yang jelas terhadap objek penelitian, sehingga dapat mudah untuk dimengerti.

Statistik deskriptif ini nantinya akan digunakan untuk meneliti variable – variable yang ada, dengan tujuan untuk mengetahui rata – rata, median, standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum dari seluruh variable – variable yang diteliti.

### 3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan proses uji regresi terlebih dahulu harus dilakukan pengujian asumsi klasik. Ghazali (2005) menyatakan bahwa analisis regresi linear berganda perlu menghindari penyimpangan asumsi klasik supaya tidak timbul masalah dalam penggunaan analisis tersebut dan diharapkan dalam analisis regresi diperoleh model – model regresi yang bisa dipertanggung jawabkan maka asumsi yang digunakan sebagai berikut :

- a. Terdapat hubungan linier antara variabel independen dengan variabel dependen.
- b. Besarnya varians error atau faktor pengganggu bernilai konstan untuk seluruh nilai variable bebas (*homoscedasticity*).
- c. Independensi dari error (*non autocorrelation*).

- d. Normalitas dari distribusi error multikoliner yang sangat rendah.

### 3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel independen dan variable dependen atau keduanya terdistribusikan secara normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal untuk mendeteksi normalitas data dapat diuji dengan kolmogorof – smirnof, dengan pedoman pengambilan keputusan :

- a. Nilai sig atau signifikansi atau nilai probabilitas  $< 0,05$ , distribusi adalah tidak normal.
- b. Nilai sig atau signifikansi atau nilai probabilitas  $> 0,05$ , distribusi adalah normal

### 3.5.2.2 Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah dala model regresi ditemukan adanya korelasi antar variable bebas atau tidak. Dalam pembentukan model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi dengan angka tinggi diantara variable bebas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolonieritas didalam model regresi dapat diketahui dari nilai toleransi dan nilai *variance inflation factor* (VIF).

### 3.5.2.3 Uji Heteroskedastisitas

Dalam uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi kesamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap

disebut homoskedastitas, dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Ghozali (2005) menjelaskan regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau terjadi heteroskedastisitas.

#### 3.5.2.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara residual pada periode  $t$  dengan residual periode  $t-1$  (sebelumnya+). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin Watson (DW). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi (Ghozali, 2006) :

- Bahwa nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* ( $du$ ) dan ( $4-du$ ), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada autokorelasi positif .
- Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* ( $dl$ ), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi positif.
- Bila DW lebih besar daripada batas bawah atau *lower bound* ( $4-dl$ ), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol berarti ada autokorelasi *negative*.
- Bila nilai DW terletak antara batas atas ( $du$ ) dan batas bawah ( $dl$ ) atau DW terletak antara ( $4-du$ ) dan ( $4-dl$ ), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

#### 3.5.3 Analisis Regresi OLS

Metode analisis untuk mengetahui variable independen yang mempengaruhi secara signifikan terhadap profitabilitas perusahaan yaitu dengan

menggunakan persamaan OLS Regresi (*Ordinary Least Square Regression*) untuk menganalisis 3 variabel independen terhadap variable dependen. Model ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk menentukan variable independen yang mempunyai pengaruh terhadap variable dependen. Pada penelitian ini, data diolah dengan menggunakan software computer yaitu SPSS versi 20.0 *for windows*. Analisis regresi merupakan studi mengenai ketergantungan variabel independen dengan tujuan untuk menestimasi rata – rata populasi atau nilai rata – rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui (Ghozali, 2005).

Hasil dari analisis regresi adalah berupa koefisien untuk masing – masing variabel independen. Dalam penelitian ini variabel independen yang digunakan adalah *HerdAsing* (X1), *Volatility* (X2), Tingkat Inflasi (X3) dan Kapitalisasi Pasar (X4) serta variabel dependen adalah *return pasar* (Y). Persamaan dari regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{HerdAsing} + \beta_2 \text{Vol} + \beta_3 \text{IR} + \beta_4 \text{Size} + \varepsilon_t \dots\dots\dots \text{Persamaan regresi}$$

Keterangan :

- $\beta_0$  : Konstanta
- Y : *Return Pasar*
- HerdAsing* : Herding Investor Asing
- Vol : Volailitas Pasar
- IR : Tingkat Inflasi (*Inflation Rate*)
- Size* : Kapitalisasi Pasar
- $\varepsilon_t$  : Simpangan (error)

### 3.5.4 Pengujian Hipotesis

#### 3.5.4.1 Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai  $R^2$  antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (*cross section*) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtut waktu (*time series*) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi. Satu hal yang perlu dicatat adalah masalah regresi lancung (*spurious regression*). Ghazali (2007) menekankan bahwa koefisien determinasi hanyalah salah satu dan bukan satu-satunya kriteria memilih model yang baik. Alasannya bila suatu estimasi regresi linear menghasilkan koefisien determinasi yang tinggi, tetapi tidak konsisten dengan teori ekonomika yang dipilih oleh peneliti, atau tidak lolos dari uji asumsi klasik, maka model tersebut bukanlah model penaksir yang baik dan seharusnya tidak dipilih menjadi model empirik.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka  $R^2$  pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted*  $R^2$

pada saat mengevaluasi mana model regresi yang terbaik. Tidak seperti  $R^2$ , nilai *adjusted*  $R^2$  dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model. Dalam kenyataan nilai *adjusted*  $R^2$  dapat bernilai negatif, walaupun yang dikehendaki harus bernilai positif. Jika dalam uji empiris didapat nilai *adjusted*  $R^2$  negatif, maka nilai *adjusted*  $R^2$  dianggap bernilai nol. Secara matematis jika nilai  $R^2 = 1$ , maka *adjusted*  $R^2 = R^2 + 1$  sedangkan jika nilai  $R^2 = 0$ , maka *adjusted*  $R^2 = (1 - k)/(n - k)$ . jika  $k > 1$ , maka *adjusted*  $R^2$  akan bernilai negatif.

#### 3.5.4.2 Uji Statistic F

Uji statistic F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama – sama terhadap variabel terikat. Hipotesis nol ( $H_0$ ) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau :  $H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$ . Yang berarti apakah semua variabel bebas itu merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat.

Hipotesis alternative ( $H_a$ ) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau :

$H_a : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$  . Yang berarti, semua variabel bebas secara simultan mempunyai penjelas yang signifikan variabel terikat.

#### 3.5.4.3 Uji Statistik t

Pada uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menerangkan variasi variabel terikat. Hipotesis nol ( $H_0$ ) yang hendak diuji adalah apakah suatu parameter ( $b_i$ ) sama

dengan nol, atau  $H_0 : b_i = 0$ . Yang berarti suatu variabel bebas bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat. Hipotesis alternatifnya ( $H_a$ ) parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau  $H_a : b_i \neq 0$ . Yang berarti variabel tersebut merupakan variabel penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat.