

**ANALISIS INVESTOR HERDING BEHAVIOR
DENGAN MULTINOMIAL LOGIT
REGRESSION PADA BEI**

(Studi Kasus pada Saham LQ-45 Periode 2009-2014)



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

IZZA FITYANI

12010111130049

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2015**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Izza Fityani

Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130049

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS INVESTOR HERDING BEHAVIOR
DENGAN MULTINOMIAL LOGIT
REGRESSION PADA BEI (Studi Kasus pada
Saham LQ-45 Periode 2009-2014)**

Dosen Pembimbing : Erman Denny Arfinto, S.E., M.M

Semarang, 24 Juni 2015

Dosen Pembimbing,

Erman Denny Arfinto, S.E., M.M

NIP. 19761205200312001

PENGESAHAN KELULUSAN

Nama Penyusun : Izza Fityani
Nomor Induk Mahasiswa : 12010111130049
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/ Manajemen
Judul Skripsi : **ANALISIS INVESTOR HERDING
BEHAVIOR DENGAN MULTINOMIAL
LOGIT REGRESSION PADA BEI (Studi
Kasus pada Saham LQ-45 Periode 2009-2014)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 30 Juni 2015

Tim Penguji

1. Erman Denny Arfinto S.E., M.M (.....)
2. Drs. A Mulyo H. S.E., M. MSi (.....)
3. Astiwi Indriani, S.E., M.M (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Izza Fityani, menyatakan bahwa skripsi dengan judul **ANALISIS INVESTOR HERDING BEHAVIOR DENGAN MULTINOMIAL LOGIT REGRESSION (Studi Kasus pada Saham LQ-45 Periode 2009-2014)**, 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, 23 Juni 2015

Yang membuat Pernyataan

Izza Fityani

NIM 12010111130049

MOTTO

Put Allah first, and you will never be last

If you want it, work for it. It's that simple

“Barang siapa bertakwa pada Allah, maka Allah memberikan jalan keluar kepadanya dan memberi rezekidari arah yang tidak disangk-sangka. Barang siapa yang bertaqwa pada Allah, maka Allah jadikan urusannya menjadi mudah. Barangsiapa yang bertaqwa pada Allah akan dihapus dosa-dosanya dan mendapat pahala yang agung” (QS. Ath-Thalaq :2,3,4)

Skripsi ini kupersembahkan untuk Ayah dan Ibuku Tercinta :

Moch. Subagya dan Umi Nurhayati

Adik-adikku tersayang :

Yasyfi Fia, K. dan Ela Milla L.

Terimakasih atas doa, kasih sayang, semangat dan dukungannya

ABSTRAK

Herding Behavior merupakan kecenderungan investor institusi atau individu dalam berperilaku sama. Perilaku ini merupakan tindakan *irrational* dimana investor tidak mendasarkan keputusan investasinya pada informasi yang tersedia ataupun nilai fundamental perusahaan melainkan berdasarkan tindakan investor yang lainnya atau mengikuti kerumunan. Mengidentifikasi penyebab *herding behavior* merupakan hal yang penting untuk mengetahui apakah herding menyebabkan pasar menjadi tidak efisien dan terjadi *bubble*.

Penelitian ini menganalisis pengaruh dari *size*, *trading volume activity*, *return* dan volatilitas terhadap *herding behavior* periode tahun 2009 hingga 2014. Pada penelitian ini herding diukur dengan jumlah kepemilikan lembar saham berdasarkan tipe investor. Kemudian analisis pengaruh *size*, *trading volume activity*, *return* dan volatilitas terhadap herding dilakukan dengan menggunakan metode multinomial logistik regresi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *size* berpengaruh positif terhadap semua tipe investor, *trading volume activity* berpengaruh positif terhadap 2 tipe investor sedangkan 4 tipe lainnya berpengaruh negatif. *Return* tidak memberikan pengaruh pada semua jenis investor. Volatilitas berpengaruh positif terhadap semua tipe investor kecuali pada tipe investor domestik institusi dengan investor foreign institusi.

Kata kunci: *herding behavior*, *kepemilikan saham*, *LQ-45 index*, *multinomial logistic regression*

ABSTRACT

Herding Behavior is the tendency of institutional or individual investors to behave similar. This behavior is irrational because investors do not depend their investment decisions on information available but follow the crowd. Distinguishing the causes of herding behavior is crucial for discovering whether herding leads to market inefficiency and financial bubbles. Herding may destabilize stock prices and thus impair the proper functioning of financial market.

This study is analyzing the effect of size, trading volume activity, return and volatility to herding behavior in 2009 to 2014 period. Herding behavior will be measured based on the types of investors in Indonesian capital market. Then analysis of the effect of size, trading volume activity, return and volatility to herding behavior will be conducted using multinomial logistic regression method.

The result of this study shows that size gives positive effect to all types of investors in herding behavior. TVA gives positif effect on four types of investors while eight other types investors have negative effects for herding behavior. Return does not give effect to all types of investors while volatility give positive effect on all types investor except domestic investors institution and foreign institution investor for herding behavior. Size and volatility have the most impact for investor in herding.

Keywords: herding behavior, investor-owned shares, LQ-45 index, multinomial logistic regression

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur atas kehadiran Allah SWT yang telah memberikan berkat rahmat dan kasih-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul “ANALISIS INVESTOR HERDING BEHAVIOR DENGAN MULTINOMIAL LOGIT REGRESSION (Studi Kasus pada Saham LQ-45 Periode 2009-2014)”. Penulisan skripsi ini bertujuan untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan program pendidikan strata satu (S1) pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Selesainya skripsi ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak, sehingga pada kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih kepada:

1. Kedua orangtua tercinta. Ibu (Umi Nurhayati S.H.) dan Ayah (Moch. Subagya). Terimakasih atas cinta dan kasih sayang yang tulus, perjuangan, nasihat, serta doa yang senantiasa dipanjatkan. Semoga Allah SWT selalu melimpahkan karunia dan berkah untuk Ayah dan Ibu.
2. Adik-adikku tersayang. Yasyfi Fia Kholila dan Ela Milla Luthfia. Terimakasih atas semangat, perhatian, doa, dan kebahagiaan yang selalu diberikan. Kalian luar biasa untuk selalu membuat ingin pulang. Semoga sukses selalu.
3. Bapak Dr. Suharnomo. S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
4. Bapak Erman Denny Arfianto, SE., MM. selaku Dosen pembimbing. Terimakasih telah meluangkan waktu, tenaga dan pikiran dalam membimbing dengan penuh kesabaran sehingga skripsi ini dapat

terselesaikan dengan baik.

5. Drs. H. Mudiantono, M.Sc selaku dosen wali yang telah memberikan dukungan dan arahan selama masa studi.
6. Bapak dan Ibu dosen yang telah memberikan bekal ilmu pengetahuan yang berguna bagi penulis, serta staff dan karyawan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
7. Danny Pramudi. Atas segala dukungan, warna dan cerita. Partner terbaik untuk segala hal. Terimakasih telah mengajarkan pengalaman hidup. *May Allah bless our past, present and future.*
8. Kartika Marella V, Itsna L. M. Atas segala waktu, kebahagiaan hati dan semangat yang membangun dalam suka dan duka.
9. Keluarga cemara. Candra, Itsna, Danny, Rizky. Jimbo. Atas segala kekonyolannya. Semoga tetap menjadi keluarga walaupun sudah berkeluarga nanti.
10. *Double R* tercinta. Meirina Indah, Iga Swandaru Siwi, Nabila H. NFA, Dini Zahra, Ersani Adhitya, Amelia Agata, Krisnnhoe Winda, Resty Wahyu, Evi Teja, Natasha Sekar, Diana Eka, Ferhat Husein, Reza Ahmad Naufal, Dimas Adhi Kusumo, Fahmi Haikal, Laksmana Putra, Sony Agung, Ghalih Ramadhany, Henri Tito, M. Rizky Teguh, Yurido Fajar, Rizky Anandia. Terimakasih atas kebersamaan dan cerita indah yang tak terlupa. Semangat mengejar mimpi-mimpi kalian. Sukses.
11. Kostan Ibu Muslich. Mba eca, Mba tika, Riziky, Wiwin, Nisa. Terimakasih telah melewati hari-hari bersama selama di Semarang.

12. Pejuang *herding behavior*. Rajendra Wisnu, Fatihah Nida, Aditya Darmawan. Atas segala ilmu dan dukungannya.
13. Teman seperjuangan skripsi. Nurita, Antin, Ervina, Dini, Putri, Maretha, Axel G. Atas segala semangat sehingga skripsi ini menyenangkan untuk dijalani.
14. Teman-teman Manajemen. Syarifah Labibah, Keisha, Clarisa, Ricky Subagya, Dimas Ciptoning, Faza Hilman, Ahmad, Novya, Clara atas waktu, ilmu, dan berbagi cerita.
15. UPK FEB Undip. Mba retno, Mba Mega dan kawan-kawan yang telah bersedia dirusuhi setiap hari. Terimakasih atas segala bantuannya.
16. Anak Dirjen Pajak. Uli, Dini, Fauzan, Sani. Atas dukungan, keceriaan dan sharingnya. *See you on top*.
17. Manajemen 2011 yang telah memberikan banyak cerita dan persahabatan selama 4 tahun terkahir. Terimakasih atas kebersamaannya selama ini.
18. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pusat. Ibu Dati, Mba Ivon dan semua pegawai OJK. Terimakasih telah diberi kesempatan untuk magang selama 1 bulan sehingga banyak ilmu yang bisa didapat.
19. Keluarga Besar BEM FEB UNDIP. Mas Hafizh, Mas Adit, Mba Indri, Mba Icha, Akram, Ersas, Asha, Puspa, Putri, Rizky, Savira, Afif, Rifi, Rofiq, Mamos, Milzam serta seluruh pengurus dan eksstud yang tidak bisa disebutkan satu persatu.
20. Adik-Adik ceria. Ria, Devin, Prissa, Dini, Aneka, Citra, Indra Laksana, Abdul, Ibna. Tetap bersama dan saling sayang ya.

21. Tim 2 KKN UNDIP Desa Pecangaan Kulon, Jepara. Mba Irma, Ema, Nadia, Ninda, Khomsa, Papua, Rizal, Mas yoga, Mas rega terimakasih atas pengalaman dan kebersamaannya sehingga menjadi keluarga baru.
22. Semua pihak yang mungkin tidak dapat disebutkan satu-persatu juga telah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini. Terimakasih atas semua dukungan dan semangatnya.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak kekurangan dan kesalahan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini bermanfaat bagi penulis dan para pembaca.

Semarang, 23 Juni 2015

Penulis,

DAFTAR ISI

| | |
|--|-------------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI | ii |
| HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN | iii |
| PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI | iv |
| MOTTO | v |
| ABSTRAK | vi |
| ABSTRACT | vii |
| KATA PENGANTAR..... | viii |
| DAFTAR ISI..... | xii |
| DAFTAR TABEL | xiv |
| DAFTAR GAMBAR..... | xv |
| BAB I PENDAHULUAN..... | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Masalah | 1 |
| 1.2 Rumusan Masalah | 12 |
| 1.3 Tujuan Penelitian..... | 16 |
| 1.4 Manfaat Penelitian..... | 16 |
| 1.5 Sistematika Penulisan..... | 17 |
| BAB II TINJAUAN PUSTAKA | 19 |
| 2.1 Pengertian | 19 |
| 2.1.1 Investasi | 19 |
| 2.1.2 Investor | 19 |
| 2.1.2.1 Pengertian Investor..... | 19 |
| 2.1.3 <i>Herding Behavior</i> | 21 |
| 2.1.3.1 Pengertian <i>Herding</i> | 21 |
| 2.1.3.2 Penyebab Perilaku <i>Herding</i> pada Investor | 23 |
| 2.1.4 <i>Size</i> (Kapitalisasi Pasar)..... | 26 |
| 2.1.5 <i>Trading Volume</i> | 26 |
| 2.1.6 <i>Return Saham</i> | 27 |
| 2.1.7 Volatilitas Saham..... | 29 |
| 2.2 Landasan Teori | 30 |
| 2.2.1 <i>Behavioural Finance</i> | 30 |
| 2.2.2 <i>Efficient Market Hypothesis</i> | 32 |
| 2.3 Pengaruh Variabel Independen dengan Variabel Dependennya ... | 34 |
| 2.3.1 Pengaruh <i>Size</i> terhadap probabilitas <i>herding behavior</i> | 34 |
| 2.3.2 Pengaruh <i>Trading Volume</i> terhadap probabilitas <i>herding behavior</i> | 35 |
| 2.3.3 Pengaruh <i>Return</i> terhadap probabilitas <i>herding behavior</i> .. | 37 |

| | |
|--|-------------------------------------|
| 2.3.4 Pengaruh Volatilitas terhadap probabilitas <i>herding behavior</i> | 38 |
| 2.4 Penelitian Terdahulu..... | 39 |
| 2.5 Model Penelitian dan Hipotesis..... | 42 |
| 2.5.1 Model Penelitian..... | 42 |
| 2.5.2 Hipotesis | 43 |
| BAB III METODE PENELITIAN..... | 51 |
| 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional | 51 |
| 3.1.1 Variabel Dependen | 51 |
| 3.1.2 Variabel Independen..... | 52 |
| 3.2 Populasi dan Sampel..... | 55 |
| 3.3 Jenis dan Sumber Data | 57 |
| 3.4 Metode Pengumpulan Data | 58 |
| 3.5 Metode Analisis..... | 59 |
| 3.5.1 Statistik Deskriptif..... | 59 |
| 3.5.2 Analisis Regresi Logistik..... | 59 |
| 3.5.2.1 Menilai Model Fit (<i>overall fit model</i>) | 62 |
| 3.5.2.2 <i>Pseudo R-Square</i> | 62 |
| 3.5.2.3 <i>Goodness of Fit Test</i> | 63 |
| BAB IV HASIL DAN ANALISIS..... | Error! Bookmark not defined. |
| 4.1 Deskripsi Objek Penelitian | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2 Analisis Data | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2.1 <i>Statistik Deskriptive</i> | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2.2 Uji Multikolonieritas | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2.3 Menilai Model Fit..... | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2.4 <i>Goodness of Fit</i> | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2.5 Koefisien Determinasi | Error! Bookmark not defined. |
| 4.2.6 Model Regresi yang Terbentuk | Error! Bookmark not defined. |
| 4.3 Interpretasi Hasil..... | Error! Bookmark not defined. |
| 4.3.1 Hasil Uji Logistik <i>Size</i> | Error! Bookmark not defined. |
| 4.3.2 Hasil Uji Logistik <i>Trading Volume Activity</i> | 98 |
| 4.3.3 Hasil Uji Logistik <i>Return</i> | 104 |
| 4.3.4 Hasil Uji Logistik Volatilitas..... | 111 |
| BAB V KESIMPULAN DAN SARAN..... | 119 |
| 5.1 Kesimpulan..... | 119 |
| 5.2 Keterbatasan Penelitian | 126 |
| 5.3 Saran | 126 |
| LAMPIRAN-LAMPIRAN | 133 |

DAFTAR TABEL

| | |
|--|----|
| Tabel 1.1 Jumlah Kepemilikan Saham Investor pada Indeks LQ-45..... | 3 |
| Tabel 1.2 Research Gap Herding Behaviour | 12 |
| Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu | 40 |
| Tabel 3.1 Ringkasan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional | 54 |
| Tabel 3.2 Data saham indeks LQ-45 yang digunakan sebagai sampel | 55 |
| Tabel 4.1 Volume Kepemilikan Saham indeks LQ-45 | 65 |
| Tabel 4.2 Hasil Statistik Deskriptif Variabel Penelitian | 67 |
| Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolonieritas | 69 |
| Tabel 4.4 Overall Fit Model..... | 70 |
| Tabel 4.5 Uji Goodness of Fit..... | 75 |
| Tabel 4.6 Hasil uji Pseudo R-Square | 77 |
| Tabel 4.7 Parameter estimasi | 78 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|---|----|
| Grafik 1.1 Pertumbuhan Jumlah Transaksi dan Value pada BEI..... | 2 |
| Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Operasional | 43 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Perkembangan pasar modal yang semakin pesat menunjukkan bahwa investasi di Indonesia semakin berkembang dan diminati. Berbagai instrumen dalam pasar modal dapat menjadi alternatif untuk berinvestasi. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK), kapitalisasi pasar para emiten di BEI pada tahun 2014 sebesar Rp 4.908,6 triliun rupiah atau naik sebesar 42% dari 3.537,29 triliun rupiah pada tahun 2009. Berkembangnya pasar modal dapat menjadi sarana pertumbuhan ekonomi sehingga Indonesia bisa mengandalkan investasi sebagai sumber pertumbuhan yang potensial. Seperti yang tertuang dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang menyatakan bahwa Pasar Modal mempunyai posisi yang strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Menurut Fakhruddin dan Darmadji (2001) Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri.

Perkembangan yang pesat pada pasar modal Indonesia menunjukkan meningkatnya kepercayaan investor dalam menanamkan modalnya di Indonesia. Hal ini bisa dilihat dari total *volume trading* dan *value* pada pasar modal Indonesia.

Grafik 1.1
Pertumbuhan Jumlah Transaksi dan Value pada BEI



Sumber : www.idx.co.id (statistic IDX annually 2013)

Gambar 1.1 menunjukkan perkembangan *volume* perdagangan dan *value* yang mengalami pergerakan pesat dari tahun 2008-2013. Namun pada tahun 2008 *volume* dan *value* perdagangan sempat menurun dikarenakan terjadinya krisis. Mulai tahun 2009 *volume* dan *value* perdagangan mulai bangkit dan terjadi fluktuasi di sepanjang tahun. Peningkatan *volume* dan *value* perdagangan menunjukkan bahwa kepercayaan investor pada pasar modal Indonesia semakin meningkat.

Investor dapat berupa perorangan ataupun lembaga yang menanamkan modalnya pada sekuritas tertentu dan dalam jangka waktu tertentu. Dalam pasar modal Indonesia terdapat dua macam investor yaitu investor domestik dan investor asing serta investor individual dan investor institusional. Pada saat ini investor domestik masih menguasai pasar dalam hal jumlah investor namun dari sisi jumlah kepemilikan saham, investor asing lebih mengungguli yaitu sebanyak 65% kepemilikan saham di Indonesia.

Indikator lain yang menunjukkan meningkatnya pasar modal Indonesia adalah dengan semakin meningkatnya jumlah kepemilikan saham pada Bursa

Efek Indonesia. Berikut ini merupakan tabel kepemilikan saham antar investor pada saham-saham yang listing di LQ-45.

Tabel 1.1
Jumlah Kepemilikan Saham Investor pada Indeks LQ-45

| Jumlah Kepemilikan Saham (lembar) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Domestik Individu | 403.314 | 589.895 | 653.805 | 732.558 | 789.839 | 824.738 |
| Domestik Institusi | 1.207.803 | 1.671.373 | 1.750.977 | 2.014.649 | 2.230.610 | 2.266.866 |
| Foreign Individu | 1.458.705 | 2.635.751 | 138.914 | 53.383 | 72.830 | 70.280 |
| Foreign Institusi | 1.914.010 | 2.380.688 | 2.593.619 | 3.117.799 | 3.332.964 | 3.339.066 |

Sumber : *PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)* data diolah

Tabel kepemilikan saham tersebut menunjukkan adanya fluktuasi jumlah kepemilikan antar tipe investor. Investor domestik individu, investor domestik institusi serta investor foreign institusi selama kurun waktu 2009 sampai 2014 fluktuasi yang terjadi tidak terlalu tajam. Namun hal berbeda terjadi pada investor foreign individu yang mengalami fluktuasi yang tajam. Pada investor domestik individu peningkatan jumlah kepemilikan sebesar 421.424 miliar lembar saham selama kurun waktu enam tahun dari 2009 sampai 2014. Investor domestik institusi juga mengalami peningkatan sepanjang tahun dari tahun 2009 sampai 2014 sebesar 1.059.063 miliar lembar saham.

Hal berbeda terjadi pada investor foreign individu yang mengalami fluktuasi jumlah kepemilikan saham. Dari tahun 2009 sampai tahun 2010 mengalami peningkatan namun mulai tahun 2010 jumlah lembar saham

mengalami penurunan yang sangat tajam. Walaupun pada akhir-akhir ini mengalami peningkatan kembali hal tersebut belum sepadan dengan jumlah lembar saham pada tahun 2009. Pada tahun 2009 dengan jumlah sebesar 1.458.705 miliar lembar turun menjadi 70.280 miliar lembar atau mengalami penurunan sebesar 1.388.425 miliar lembar saham. Sementara itu investor foreign institusi mendominasi pasar saham Indonesia dengan jumlah kepemilikan semakin meningkat dari tahun ke tahun dengan peningkatan sejumlah 1.425.056 miliar lembar saham dari tahun 2009 sampai tahun 2014. Fluktuasi terbesar dialami oleh investor foreign individu sementara tipe investor lainnya secara stabil mengalami peningkatan dari tahun ke tahun.

Penurunan tajam yang dialami investor foreign individu tersebut menunjukkan adanya arah kerumunan tidak wajar yang dilakukan oleh investor. Investor secara tiba-tiba mengalihkan investasinya pada tipe yang berbeda. Dalam tabel 1.1 terlihat bahwa arah kerumunan tersebut menuju pada tipe investor foreign institusi. Arah kerumunan yang tidak wajar ini dapat diindikasikan terjadinya anomali pada pasar modal, yaitu investor secara bersama-sama mengikuti tindakan investor lain atau mengikuti *noise* pada pasar modal. Perilaku seperti ini disebut dengan *herding behavior*. Sehingga dapat diduga bahwa pada pasar modal Indonesia investor melakukan perilaku herding.

Fluktuasi jumlah kepemilikan saham tersebut dipengaruhi oleh berbagai macam faktor yaitu adanya faktor makro ekonomi yang membuat investor lebih cepat bereaksi dan juga adanya asimetri informasi. Asimetri informasi menjadi faktor yang kuat dalam perbedaan pengambilan keputusan investasi. Ketika

asimetri informasi itu terjadi maka investor akan mengkalkulasi dampak dari informasi yang mereka terima, sehingga akan memilih untuk menjual atau membeli saham. Adanya asimetri informasi akan mendorong investor untuk mengambil keputusan yang berbeda tiap tipe investor berdasarkan karakter yang dimilikinya. Akibatnya terjadi arah kerumunan yang tidak rasional antar investor atau disebut dengan *herding behavior*. Arah kerumunan yang tidak rasional membuat pasar menjadi tidak efisien, hal ini bertolak belakang dengan harapan investor untuk dapat berinvestasi pada pasar efisien dimana harga saham tercermin dari seluruh informasi yang ada di pasar.

Hipotesis Pasar Efisien menjelaskan bahwa harga saham merupakan cerminan dari informasi yang ada dalam pasar. Informasi tersebut meliputi informasi masa lalu, informasi sekarang maupun informasi yang tidak dipublikasikan. Menurut Husnan (1998) pasar modal yang efisien merupakan pasar yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut dan semakin sulit bagi investor untuk memperoleh *abnormal return*.

Tersedianya informasi yang benar merupakan faktor penting yang harus diketahui investor sebelum memutuskan untuk berinvestasi sehingga pasar bisa terbentuk menjadi pasar yang efisien. Namun perkembangan pasar modal Indonesia dalam hal sistem perdagangan, jumlah emiten serta nilai investasi tidak dibarengi dengan tingkat efisiensi yang dibutuhkan sebuah pasar modal. Fabozzi (1992) melakukan penelitian dengan hasil bahwa Bursa Efek Indonesia

belum menunjukkan tingkat efisiensi yang dibutuhkan sebuah pasar modal. Hal ini dibuktikan dengan masih terdapatnya anomali pada pasar modal Indonesia.

Anomali yang terjadi disebabkan adanya asimetri informasi sehingga terjadi bias dalam pasar modal. Bias informasi juga bisa diakibatkan adanya rumor yang beredar di kalangan investor. Rumor mudah menyebar dikalangan investor sehingga dapat menggerakkan investor untuk menjual atau membeli saham walaupun tidak ada perubahan pada aset secara fundamental. Rumor mempengaruhi investor dalam menjual atau membeli saham (Van Bommel, 2003). Rumor yang beredar dalam pasar modal menyebabkan terjadinya asimetri informasi sehingga investor akan bersikap *irrasional*.

Investor yang bersikap rasional akan berusaha menganalisis seluruh informasi yang diperolehnya. Namun investor *irrasional* akan melakukan investasi hanya berdasarkan naluri, ikut-ikutan, dan tidak terbiasa untuk menganalisis informasi sehingga keuntungan atau kerugian yang didapat juga bersifat *irrasional*. Hasil penelitian dari Natapura (2009) menunjukkan 45% investor bersikap emosional dalam berinvestasi sehingga menjadikan investor *irrasional*.

Kepanikan juga sering terjadi saat adanya guncangan pada pasar modal sehingga investor akan saling mengikuti menjual saham kemudian harga saham menjadi turun. Hal tersebut bisa menyebabkan harga saham tidak bisa diprediksi dan terjadi ketidakstabilan harga pada pasar. Keadaan tersebut juga membuat pasar menjadi tidak efisien. Dengan demikian model keuangan tradisional tidak bisa menjelaskan mengenai perilaku investor dalam pengambilan keputusan.

Perilaku investor yang ikut-ikutan bisa disebut dengan *herding behavior*. *Herding behavior* merupakan perilaku investor yang cenderung mengikuti investor lain dalam berinvestasi. Perilaku ini merupakan tindakan *irrational* dimana investor tidak mendasarkan keputusan investasinya pada informasi yang tersedia ataupun nilai fundamental perusahaan melainkan berdasarkan tindakan investor yang lainnya atau berdasarkan *noise* yang terjadi dalam pasar. Investor melakukan herding karena tidak tersedianya informasi secara jelas sehingga mendorong investor untuk mengikuti perilaku investor lain atau konsensus yang telah terbentuk sebelumnya.

Istilah herding digunakan untuk mendeskripsikan kecenderungan institusi atau individu dalam berperilaku sama (*acting like a herd*). Investor menolak *private* informasinya sendiri dan secara sengaja *follow the crowd*, dengan alasan bahwa investor lain dianggap memiliki informasi yang lebih superior dibanding dirinya. Dengan melakukan tindakan herding investor akan mempersingkat waktu dan sumberdaya dalam melakukan analisis informasi. Tujuan herding pada investor adalah mendapatkan keputusan investasi secara cepat dan valid tanpa menggunakan waktu dan sumberdaya terlalu lama. Selain itu juga bisa meminimalkan perasaan bersalah ketika keputusan investor yang dibuat tersebut tidak tepat (Natapura, 2009).

Bickhandani dan Sharma (2001) membagi herding menjadi dua yaitu *intentional* dan *unintentional*. *Intentional herding* adalah “*real herding*” yaitu perilaku investor yang mengikuti investor lainnya dengan tidak memperhatikan apakah keputusan yang diikuti merupakan keputusan yang benar atau tidak.

Unintentional herding adalah “*spurious herding*” terjadi ketika investor membuat keputusan secara terpisah dari investor lain dan perdagangan mereka tidak berhubungan. Tipe ini merupakan hasil dari informasi yang diperoleh tiap investor sama dan investor melakukan strategi yang sama dalam berinvestasi.

Herding behavior merupakan salah satu perilaku investor yang dapat memimpin ke arah pasar yang tidak efisien. Hal ini tentu tidak diharapkan oleh investor karena dapat merusak fungsi pasar efisien melalui terjadinya *bubbles* dan mengacaukan harga saham. Choi and Sias (2009) mengatakan bahwa jika terjadi *herding* dan membuat harga jauh dari nilai fundamentalnya maka akan mengakibatkan terjadinya *return reversal*. Jika *herding* terjadi maka tingkat penyebaran imbal hasil saham akan menurun walaupun imbal hasil portofolio pasar meningkat (Chang et.al, 2000). Selain itu juga berakibat pada kesalahan dalam penetapan harga karena terjadi bias dalam melihat hasil risiko dan imbal hasil yang diharapkan. Hal ini menyebabkan harga saham tidak tercermin sesuai keadaan ekonominya (Hwang dan Salmon, 2004). Perilaku *irrational* dalam pengambilan keputusan investasi dapat meningkatkan volatilitas pada pasar (Bikhchandani dan Sharma, 2011). Mengidentifikasi sebab terjadinya *herding* merupakan hal yang penting untuk menjelaskan bahwa terjadinya *herding* dapat mengarah pada pasar yang tidak efisien.

Fenomena *herding behavior* akan dilihat dari kelompok saham LQ-45. Saham LQ-45 digunakan karena merupakan kelompok saham yang paling likuid dan diminati oleh investor sehingga besar kemungkinan terdapat *herding behavior*. Saham LQ-45 juga mempunyai kekuatan yang besar untuk

berpengaruh pada pasar, apalagi jika terjadi *herding behavior*. Kremer (2013) melakukan penelitian pada pasar saham Jerman menghasilkan bahwa perilaku herding dapat disebabkan oleh kapitalisasi pasar, volatilitas, dan *trading volume*. Sementara itu penelitian Venezia, Nashikkar, dan Shapira (2010) menyimpulkan bahwa perilaku herding disebabkan oleh *return* dan volatilitas.

Venezia (2010) melakukan penelitian herding dengan membedakan dua jenis investor yaitu investor profesional dan investor amatir menghasilkan bahwa *herding* terjadi pada perusahaan dengan (*size*) kapitalisasi pasar yang kecil. *Size* merupakan kapitalisasi nilai perusahaan yang memberikan gambaran dari ukuran saham. Jika reaksi pasar terhadap suatu saham kurang maka akan menyebabkan turunnya harga saham sehingga akan menurunkan nilai kapitalisasi saham tersebut. Ukuran perusahaan tersebut juga dipengaruhi oleh ketersediaan informasi. Ketersediaan informasi yang banyak dalam pasar modal dapat mengurangi terjadinya bias dalam pasar sehingga investor akan lebih mudah mengambil keputusan investasi dan peluang terjadinya herding menjadi semakin kecil. Namun penelitian dengan hasil berbeda dilakukan oleh Kremer (2013) dan Chen (2012) yang menjelaskan bahwa kapitalisasi pasar berkorelasi positif tidak signifikan terhadap *herding behavior*. Selain itu, penelitian juga dilakukan oleh Bowe (2013) untuk mengidentifikasi kapitalisasi pasar dan *herding behavior* yang menyimpulkan bahwa kapitalisasi pasar berhubungan positif signifikan.

Faktor yang mempengaruhi *herding behavior* selanjutnya adalah *trading volume*. Menurut Husnan (1998) aktivitas volume perdagangan digunakan untuk

melihat apakah investor individual menilai informasi tertentu mampu membuat keputusan perdagangan diatas keputusan perdagangan yang normal. Dimana volume perdagangan saham lebih merefleksikan aktivitas investor karena adanya suatu informasi baru melalui penjumlahan saham yang diperdagangkan. Fluktuasi yang tajam pada volume perdagangan menunjukkan bahwa investor tanggap terhadap informasi baru dan pasar menjadi semakin bergejolak sehingga peluang terjadinya herding semakin besar. Penelitian yang dilakukan oleh Kremer dan Nautz (2013) pada pasar saham German menghasilkan bahwa *trading volume* berkorelasi positif signifikan dengan *herding behavior*

Grinblatt (1995), Chen (2012) dan Venezia (2010) menyatakan bahwa *return* merupakan salah satu yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi dan mempunyai hubungan positif signifikan terhadap perilaku *herding*. Pergerakan *return* yang fluktuatif akan mempengaruhi minat investor untuk menginvestasikan dana mereka di pasar saham. *Return* yang tinggi merupakan harapan dari setiap investor sehingga pergerakan *return* yang tinggi bisa memenuhi keinginan seluruh investor dan peluang terjadinya herding pada pasar modal Indonesia semakin tinggi. Namun penelitian Kremer dan Nautz (2013) menghasilkan hubungan negatif signifikan antara *return* dan *herding behavior*.

Selain ketiga faktor diatas, volatilitas juga merupakan faktor yang mempengaruhi peluang terjadinya perilaku *herding*. Volatilitas pasar terjadi akibat masuknya informasi baru ke dalam pasar atau bursa. Akibatnya investor akan melakukan penilaian kembali terhadap instrumen yang telah atau akan

diperdagangkan. Pergerakan saham yang dalam interval waktu pendek yang terlalu cepat naik atau turun dengan tajam dapat memberikan dampak yang signifikan bagi perekonomian. Semakin besar volatilitas maka semakin besar risiko dan keuntungan yang diperoleh investor. Volatilitas yang tinggi memiliki tingkat risiko yang tinggi pula. Hal tersebut dapat menaikkan peluang terjadinya *herding* yang berkaitan dengan risiko. Investor akan berani mengambil risiko tinggi jika di dalam pasar modal sudah banyak investor lain yang mengambil keputusan sama. Venezia (2010) melakukan penelitian *herding* dengan hasil positif signifikan terhadap volatilitas. Namun Kremer (2013) menghasilkan hubungan negatif signifikan.

Adanya asimetri informasi menyebabkan bias dalam pasar sehingga terdapat anomali dalam pasar modal. Penyebaran informasi yang masih tidak merata akan membuat investor ragu dalam mengambil keputusan berinvestasi. Kepanikan juga sering dialami sehingga memicu investor untuk bersikap *irrational*. Salah satunya adalah perilaku *herding*. Investor mengambil jalan pintas untuk memutuskan berinvestasi namun perilaku ini justru menimbulkan efek negatif pada pasar modal. *Herding* akan memicu ketidakefisienan pasar, terjadi *bubble*, *reversal*, dan anomali-anomali lainnya yang merugikan investor. Selain itu keuntungan yang diperoleh investor setelah melakukan *herding* akan bersifat sementara dan tidak bisa dijadikan sebagai investasi jangka panjang.

Pembahasan bias dalam pasar modal masih terbilang sedikit padahal bias dalam pasar dapat berdampak besar bagi pasar modal. Begitu juga dengan *herding behavior* yang bisa menyebabkan pasar tidak efisien. Dengan demikian

penelitian ini akan melihat penyebab terjadinya herding pada pasar modal Indonesia.

Tabel 1.2
Research Gap Herding Behaviour

| Variabel Dependen | Variabel Independen | Sebab Herding Behaviour | Penelitian sebelumnya |
|--------------------------|----------------------------|--------------------------------|---|
| <i>Herding</i> | Kapitalisasi Pasar | Positif Tidak signifikan | Kremer (2013) Chen (2012) |
| | | Negatif Tidak signifikan | Venezia (2010) Chen (2008) Hsieh (2013) |
| | | Positif Signifikan | Bowe (2003) |
| | <i>Trading Volume</i> | Positif Signifikan | Kremer (2013) |
| | | Negatif Signifikan | Venezia (2010) |
| | <i>Return</i> | Positif signifikan | Grinblatt (1995) Chen (2012) Venezia (2010) |
| | | Negatif Signifikan | Kremer (2013) |
| | | Positif Tidak Signifikan | Zhou (2005) |
| | Volatilitas | Negatif Signifikan | Kremer (2013) |
| | | Positif Signifikan | Venezia (2010) |
| | | Positif Tidak signifikan | Zhou (2005) |

1.2 Rumusan Masalah

Pada pasar yang efisien, perdagangan terjadi pada nilai yang wajar dan harga merupakan cerminan dari nilai fundamental perusahaan. Informasi adalah hal penting yang harus diketahui oleh investor sebelum mengambil keputusan investasi. Namun seringkali terdapat adanya asimetri informasi yang menyebabkan bias dalam pasar. Bias dalam pasar diakibatkan oleh perbedaan keputusan yang diambil investor sehingga pasar menjadi tidak efisien.

Asimetri informasi yang terjadi menjadi penyebab investor untuk bersikap *irrational*. Investor yang *irrational* akan mengambil keputusan tidak berdasarkan informasi yang didapatnya tetapi bisa dengan melakukan tindakan ikut-ikutan karena ketidakpercayaan diri dan tidak terbiasa untuk menganalisis informasi yang tersedia. Kepanikan juga sering terjadi saat adanya guncangan pada pasar modal sehingga investor akan saling mengikuti menjual saham sehingga harga saham menjadi turun. Hal tersebut bisa menyebabkan harga saham tidak bisa diprediksi dan terjadi ketidakstabilan harga pada pasar.

Tindakan mengikuti kerumunan dikenal dengan *herding behavior*. Istilah *herding* digunakan untuk mendeskripsikan kecenderungan institusi atau individu dalam berperilaku sama (*acting like a herd*). Investor menolak *private* informasinya sendiri dan secara sengaja *follow the crowd*, dengan alasan bahwa investor lain dianggap memiliki informasi yang lebih superior dibanding dirinya. Investor melakukan *herding* dengan asumsi hanya terdapat sedikit informasi yang dapat diandalkan dipasar, sehingga investor tidak memahami keputusannya kemudian mengikuti kerumunan.

Choi and Sias (2009) mengatakan bahwa jika terjadi *herding* dan membuat harga jauh dari nilai fundamentalnya maka akan mengakibatkan terjadinya *return reversal*. Jika *herding* terjadi maka tingkat penyebaran imbal hasil saham akan menurun walaupun imbal hasil portofolio pasar meningkat (Chang et.al, 2000). Terdapat kesalahan dalam penetapan harga karena terjadi bias dalam melihat hasil risiko dan imbal hasil yang diharapkan. Hal ini menyebabkan harga saham tidak tercermin sesuai keadaan ekonominya (Hwang

dan Salmon, 2004). Perilaku *irrational* dalam pengambilan keputusan investasi dapat meningkatkan volatilitas pada pasar (Bikhchandani dan Sharma, 2011).

Terdapat dua alasan yang mengatakan bahwa *herding behavior* adalah perilaku yang wajar. Bikhchandani et al. (2001), mengatakan bahwa investor rasional mengikuti aktivitas investasi dari investor lain karena mereka menyimpulkan bahwa investor lain lebih memiliki informasi yang relevan. Kedua, dikatakan oleh Scharfstein dan Stein (1990) bahwa *herding* merupakan model reputasi, apalagi jika investor institusional yang merupakan subjek *reputational risk* jika mereka berperilaku berbeda dari kerumunan.

Penelitian Kremer (2013) pada pasar saham Jerman menunjukkan adanya *herding* pada investor institusional. Kapitalisasi pasar berhubungan positif tidak signifikan dengan *herding behavior*, namun berdasarkan penelitian Chen (2012) kapitalisasi pasar dan *herding behavior* berhubungan negatif tidak signifikan. Sementara itu Bowe (2003) yang melakukan penelitian pada pasar saham Indonesia menyimpulkan bahwa terdapat *herding* investor domestik dan investor asing. Kapitalisasi pasar menunjukkan hubungan positif signifikan.

Penelitian pada pasar saham Israel (Venezia, 2010) ditemukan adanya perilaku *herding* investor profesional maupun investor amatir, *trading volume* dan *herding behavior* berhubungan negatif signifikan. Namun penelitian Kremer (2013) pada pasar saham Jerman menunjukkan hubungan positif signifikan antara *herding behavior* dan *trading volume*.

Berdasarkan penelitian terdahulu mengenai hubungan *return* dan *herding behavior* juga menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian dari

Grinblatt (1995), Chen (2012) dan Venezia (2010) yang menyatakan bahwa *return* merupakan salah satu yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi sehingga berpengaruh positif signifikan terhadap perilaku *herding*. Namun penelitian yang dilakukan oleh Kremer (2013) justru menghasilkan hubungan yang negatif signifikan antara *return* dan *herding behaviour*. Beberapa peneliti juga menghasilkan hubungan yang berbeda antara volatilitas dan *herding behaviour*. Kremer (2013) menghasilkan hubungan negatif signifikan, Venezia (2010) dengan hasil positif signifikan dan Zhou (2005) menghasilkan hubungan positif tidak signifikan.

Berdasarkan permasalahan dan *research gap* mengenai ketidakkonsistenan dalam membahas *herding behavior* maka perlu dikaji ulang faktor yang mempengaruhi probabilitas terjadinya *herding behavior* yang dilakukan oleh investor. Dalam penelitian ini akan dibagi menjadi empat tipe yaitu investor domestik individu, investor asing individu, investor domestik institusi dan investor asing institusi. Sehingga dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *size* terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada saham LQ-45 dalam periode 2009-2014
2. Bagaimana pengaruh *trading volume* terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada saham LQ-45 dalam periode 2009-2014
3. Bagaimana pengaruh *return* terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada saham LQ-45 dalam periode 2009-2014

4. Bagaimana pengaruh *volatilitas return* terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada saham LQ-45 dalam periode 2009-2014

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui tipe investor apa saja yang melakukan *herding* dan seberapa besar investor tersebut mempertimbangkan variabel-variabel independen dalam pengambilan keputusan *herding behavior*. Sehingga dapat dijelaskan bahwa :

1. Untuk menganalisis pengaruh *Size* (kapitalisasi pasar) terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* yang dilakukan investor di Indonesia pada saham LQ-45 tahun 2009-2014
2. Untuk menganalisis pengaruh *trading volume* terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* yang dilakukan investor di Indonesia pada saham LQ-45 tahun 2009-2014
3. Untuk menganalisis pengaruh *return* terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* yang dilakukan investor di Indonesia pada saham LQ-45 tahun 2009-2014
4. Untuk menganalisis pengaruh volatilitas terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* yang dilakukan investor di Indonesia pada saham LQ-45 tahun 2009-2014

1.4 Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian ini, diharapkan dapat memberikan manfaat ke beberapa pihak, antara lain :

1. Manfaat Praktis

a. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai masukan dan bahan pertimbangan investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi sehingga keputusan tersebut sesuai dengan informasi pasar dan perusahaan bukan hanya keputusan ikut-ikutan.

2. Manfaat Teoritis

b. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan referensi dan bisa menunjang pengembangan studi selanjutnya mengenai perilaku herding.

c. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi serta referensi untuk penelitian selanjutnya mengenai perilaku investor khususnya herding behaviour.

1.5 Sistematika Penulisan

Untuk memperoleh gambaran yang jelas mengenai hal-hal yang dibahas dalam penelitian ini, maka sistematika penulisan akan diuraikan dalam 5 (lima) bab. Adapun sistematika penulisan skripsi ini adalah :

Bab I Pendahuluan

Bab ini merupakan bab pembuka yang menguraikan latar belakang masalah mengenai perilaku investor khususnya *herding behaviour*, rumusan masalah, tujuan, manfaat penelitian dan sistematika penulisannya.

Bab II Tinjauan Pustaka

Bab ini menjelaskan tinjauan pustaka mengenai landasan teori yang akan digunakan sebagai pembahasan dari penulisan ini yang meliputi pengertian *herding behavior*, pembahasan *herding behavior*, hubungan *herding behaviour* dengan faktor-faktor yang menyebabkannya di mana teori-teori tersebut didapat dari literatur-literatur serta bahasan hasil-hasil penelitian sebelumnya, kerangka pemikiran dan hipotesis yang akan diuji.

Bab III Metodologi Penelitian

Dalam bab ini dijelaskan tentang metodologi penelitian yang akan digunakan dalam penelitian meliputi variabel penelitian dan definisi operasional, jenis dan sumber data, sampel, metode pengumpulan data, serta metode analisis yang digunakan dalam penelitian.

Bab IV Hasil dan Pembahasan

Dalam bab ini membahas perhitungan dalam penelitian, meliputi hasil analisis data yang telah diperoleh dengan menggunakan sampel yang ada dan alat analisis yang diperlukan. Pada bab ini juga diuraikan mengenai pembahasan dari hasil penelitian tersebut.

Bab V Penutup

Bab ini merupakan bab penutup yang berisi kesimpulan penelitian dan saran berdasarkan hasil pembahasan penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pengertian

2.1.1 Investasi

Investasi dapat disebut juga sebagai penanaman modal. Sunariyah, (2004) mengartikan investasi adalah kegiatan penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang berjangka waktu panjang dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa-masa yang akan datang. Jogiyanto (2000) mengemukakan bahwa investasi merupakan kegiatan penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu. Menurut Undang-Undang Penanaman Modal UU No. 25 Tahun 2007, investasi adalah segala bentuk kegiatan menanam modal, baik oleh penanam modal dalam negeri maupun penanam modal asing untuk melakukan usaha di wilayah negara Republik Indonesia. Dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan kegiatan penanaman modal saat ini pada satu atau lebih aktiva selama periode waktu tertentu yang dilakukan oleh individu atau entitas yang mempunyai kelebihan dana dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan dimasa depan.

2.1.2 Investor

2.1.2.1 Pengertian Investor

Investor merupakan penanam modal baik perseorangan maupun badan usaha. Menurut Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal disebutkan bahwa investor adalah

perseorangan atau badan usaha yang melakukan penanaman modal yang dapat berupa penanam modal dalam negeri dan penanam modal asing. Dari pengertian tersebut dapat dijelaskan bahwa investor dapat dibedakan menjadi 4 kelompok yaitu investor individu, investor institusional, investor domestik dan investor asing. Investor individu merupakan perseorangan yang melakukan investasi, sedangkan investor institusional merupakan badan usaha yang terdiri dari perusahaan-perusahaan asuransi, lembaga simpan pinjam, bank, dana pensiun, reksadana dan perusahaan investasi.

Menurut Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal, investor dibagi menjadi 2 yaitu :

a. Investor Domestik

Investor dalam negeri adalah perseorangan warga negara Indonesia, badan usaha Indonesia, negara Republik Indonesia, atau daerah yang melakukan penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia.

b. Investor Asing

Investor asing adalah perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan/atau pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia.

2.1.3 Herding Behavior

2.1.3.1 Pengertian *Herding*

Herding behaviour merupakan perilaku investor yang cenderung mengikuti investor lain dalam berinvestasi tanpa melakukan analisis fundamental terlebih dahulu sehingga pasar yang terbentuk menjadi tidak efisien. Perilaku ini merupakan tindakan *irrational* dimana investor tidak mendasarkan keputusan investasinya pada informasi yang tersedia ataupun nilai fundamental perusahaan melainkan berdasarkan tindakan investor yang lainnya atau berdasarkan *noise* yang terjadi dalam pasar. Investor melakukan *herding* karena tidak tersedianya informasi secara jelas sehingga mendorong investor untuk mengikuti perilaku investor lain atau konsensus yang telah terbentuk sebelumnya.

Penelitian tentang *herding* telah dimulai sejak tahun 1970 pada institusi di pasar AS. Menurut Nofsinger dan Sias (1999) *herding* adalah menggiring sekelompok investor pada arah yang sama dan dalam periode waktu yang sama. Sias (2004) mengatakan bahwa salah satu sumber terjadinya *herding* ketika investor tertarik dengan beberapa sekuritas dengan karakteristik perusahaan seperti return, ukuran perusahaan dan mekanisme *corporate governance*.

Bickhandani dan Sharma (2001) membagi *herding* menjadi dua yaitu *intentional herding* dan *unintentional herding*. *Intentional herding* terjadi ketika investor dengan sengaja mengikuti tindakan investor lain

dan mengabaikan informasi pribadinya. Asumsi *intentional herding* menyatakan bahwa hanya sedikit informasi yang bisa diandalkan dipasar. Sehingga investor tidak memahami keputusannya dan mengikuti kerumunan. *Intentional herding* membuat pasar tidak efisien karena keputusan investor mengikuti investor lainnya, bukan merupakan reaksi dari diri sendiri yang berdasarkan informasi yang tersedia. *Unintentional herding* terjadi ketika sekelompok investor berada dalam satu kondisi yang sama dengan informasi yang sama sehingga mereka mengambil keputusan yang sama. Pada *unintentional herding*, investor mengakui bahwa informasi yang ada dapat diandalkan. Sehingga, banyak investor mengambil keputusan yang sama. Kedua tipe tersebut menghubungkan ketidakpastian dan ketersediaan informasi.

Intentional herding menghasilkan transaksi jual atau beli yang serentak pada saham yang sama, terlepas dari keyakinan dan informasi sebelumnya. Ada 2 model yang menjelaskan bahwa perilaku *herding intentional* tersebut rasional, (1) *rational* investor mengikuti aktivitas investasi dari investor lain karena mereka menyimpulkan bahwa investor lain mempunyai informasi yang lebih relevan. (2) institusi atau profesional investor adalah subjek untuk reputasi risiko ketika mereka bertindak berbeda dari kerumunan.

Herding behavior merupakan salah satu perilaku investor yang dapat memimpin ke arah pasar yang tidak efisien. Hal ini tentu tidak

diharapkan oleh investor karena dapat merusak fungsi pasar efisien melalui terjadinya *bubbles* dan mengacaukan harga saham. Choi dan Sias (2009) mengatakan bahwa jika terjadi *herding* dan membuat harga jauh dari nilai fundamentalnya maka akan mengakibatkan terjadinya *return reversal*. Jika *herding* terjadi maka tingkat penyebaran imbal hasil saham akan menurun walaupun imbal hasil portofolio pasar meningkat (Chang et.al, 2000). Terdapat kesalahan dalam penetapan harga karena terjadi bias dalam melihat hasil risiko dan imbal hasil yang diharapkan. Hal ini menyebabkan harga saham tidak tercermin sesuai keadaan ekonominya (Hwang dan Salmon, 2004). Perilaku *irrational* dalam pengambilan keputusan investasi dapat meningkatkan volatilitas pada pasar (Bikhchandani dan Sharma, 2001).

2.1.3.2 Penyebab Perilaku *Herding* pada Investor

Herding terjadi ketika investor meniru perilaku investor lainnya dan mengabaikan sebagian informasi dan keyakinan mereka sendiri. Sias (2004) mengatakan bahwa salah satu sumber *herding* ketika investor tertarik dengan beberapa sekuritas dengan karakteristik perusahaan seperti *return* masa lalu, ukuran perusahaan, dan mekanisme *corporate governance*. Hoitash and Krishnan (2008) melakukan penelitian pada investor institusional menyebutkan bahwa permintaan institusional pada saham mungkin didorong oleh karakteristik industri seperti *return*, kapitalisasi pasar, dan *number of firms in an industry* yang dianggap sebagai *information based herding*.

Chang, Cheng dan Khorana (1999) menyebutkan 4 alasan yang menyebabkan investor institusi melakukan transaksi pada arah yang sama. Pertama, para investor mengolah informasi yang sama. Pada *emerging market* hal ini terjadi karena terdapat keterbatasan informasi mikro dan lebih berfokus pada informasi makro. Kedua, Investor di pasar modal akan memilih saham yang memiliki ciri-ciri umum seperti “*liquid*” atau “*better known*”. Ketiga, Manajer investasi akan menjaga reputasinya sehingga mereka mengikuti keputusan investasi manajer investasi lainnya. Manajer investasi “*low skilled*” akan mengikuti “*noise*” dari manager investasi “*high skilled*”. Keempat, manager investasi mengikuti valuasi harga saham dari manager lainnya (Guitierrez dan Kelley, 2009). Dugaan perilaku *herding* oleh investor institusional cenderung terjadi karena adanya tekanan (*peer pressure*) antar sesama manager keuangan.

Bikhchanadani dan Sharma (2001) mengemukakan beberapa alasan yang mendasari perilaku *herding* pada financial market, yaitu:

1. Information-based herding

Ketidaksempurnaan informasi pada pasar membuat investor tidak yakin terhadap informasi yang telah dimilikinya, sehingga ia akan mengabaikan informasi pribadi dan mengikuti tindakan investor lain jika investor tersebut bertindak berbeda dengan informasi yang didapatnya. Sehingga keputusan perdagangan tersebut sudah tidak mencerminkan informasi privat. Mereka akan cenderung untuk menyimpulkan informasi dari perdagangan yang terjadi di pasar

modal. *Herding* berdasarkan informasi terjadi dalam waktu yang singkat dan rapuh karena jika ada investor yang memiliki informasi yang lebih baik dan beredar informasi publik yang baru mengenai investasi tersebut maka *herding* dapat berubah.

2. *Reputation-based*

Antar manajer investasi akan melakukan tindakan yang sama untuk mempertahankan reputasi mereka. Muncul rasa takut jika manajer investasi mengambil tindakan yang berbeda. Manajer investasi akan bertindak mengikuti kerumunan. Hal ini timbul karena terjadinya ketidakpercayaan atas kemampuan dari sebagian manajer investasi. Dengan mengikuti kerumunan di pasar, akan menyamarkan ketidakmampuan manajer investasi tersebut dalam mengelola portofolionya. Tindakan tersebut dilatarbelakangi pertarungan reputasi karena saat manajer investasi bertindak berbeda dan ternyata keputusan yang diambil salah maka akan merusak reputasinya.

3. *Compensation-based*.

Kompensasi dan bonus yang diterima oleh manajer investasi berdasarkan kinerjanya dibanding manajer investasi lainnya merupakan faktor penyebab *herding*. Manajer investasi yang *risk-averse* memiliki kompensasi yang meningkat berdasarkan kinerjanya namun kompensasi menjadi turun jika berdasarkan kinerja manajer investasi lainnya yang dijadikan sebagai *benchmark*. Adanya sistem kompensasi yang membandingkan kinerja manajer investasi dengan

kinerja manajer investasi lainnya yang dijadikan *benchmark* akan mendorong untuk mengikuti portofolio manajer investasi yang menjadi benchmarknya semakin kuat.

2.1.4 Size (Kapitalisasi Pasar)

Size merupakan kapitalisasi nilai perusahaan yang memberikan gambaran dari ukuran saham. Nilai tersebut didapatkan dari perkalian jumlah saham yang beredar dengan *market price* dari saham tersebut. *Size* berhubungan dengan *demand* pasar terhadap suatu saham, jika reaksi pasar terhadap suatu saham kurang maka akan menyebabkan turunnya harga saham sehingga akan menurunkan nilai kapitalisasi saham tersebut. Kapitalisasi pasar mencerminkan kekayaan perusahaan saat ini.

Kapitalisasi pasar dari saham-saham yang diperdagangkan di pasar modal dibagi menjadi tiga kelompok, yaitu: kapitalisasi besar, kapitalisasi sedang dan kapitalisasi kecil. Pada umumnya investor lebih tertarik pada saham dengan nilai kapitalisasi yang besar karena dipandang dapat memberikan kepastian keuntungan yang besar. Perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar berarti informasi yang tersedia mudah diakses sehingga investor dapat membaca arah investasi di masa depan. Venezia (2010) menunjukkan bahwa investor melakukan *herding* pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil.

2.1.5 Trading Volume

Volume perdagangan saham (*Trading Volume Activity*) merupakan suatu indikator likuiditas saham atas suatu informasi yang ada dalam pasar

modal. *Trading volume* ditunjukkan jumlah lembar saham yang diperjualbelikan di pasar modal. Menurut Husnan (1998) aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai informasi tertentu mampu membuat keputusan perdagangan diatas keputusan perdagangan yang normal. Volume perdagangan dapat digunakan sebagai tanda perubahan menguat dan melemahnya pasar.

Volume perdagangan saham merupakan salah satu indikator dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman. *Trading Volume Activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter volume perdagangan saham. Menurut Robert Ang (1997), pendekatan volume perdagangan saham dapat digunakan sebagai proksi reaksi pasar. Dimana volume perdagangan saham lebih merefleksikan aktivitas investor karena adanya suatu informasi baru melalui penjumlahan saham yang diperdagangkan.

Perkembangan volume perdagangan saham mencerminkan kekuatan antara penawaran dan permintaan yang merupakan cerminan dari tingkah laku investor. Naiknya volume perdagangan merupakan kenaikan aktivitas jual beli para investor di bursa. Semakin meningkatnya volume perdagangan menunjukkan saham tersebut semakin diminati oleh masyarakat sehingga akan mempengaruhi *return* saham.

2.1.6 Return Saham

Return adalah tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor, dapat berupa *return* realisasi ataupun *return* ekspektasi. *Return* realisasi

adalah *return* yang sudah terjadi berdasarkan data historis yang tujuannya adalah untuk mengukur kinerja perusahaan dan dapat dijadikan sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko yang akan datang. Sedangkan *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan investor dimasa yang akan datang. *Return* merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan investor dalam berinvestasi.

Menurut Tandeilin (2001) *return* terdiri dari dua komponen yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* adalah pendapatan dari suatu investasi dapat berupa dividen atau bunga. Sedangkan *capital gain (loss)* adalah kenaikan atau penurunan harga dari suatu aset atau dapat disebut juga dengan perubahan harga sekuritas. Jika perbedaan tersebut positif maka investor akan mendapat *capital gain*. Namun jika perbedaannya negatif maka investor akan merugi (*capital loss*). *Actual return* yang diterima oleh investor belum tentu sama dengan tingkat *return* yang diharapkan karena adanya faktor risiko. Maka investor yang rasional harus mempertimbangkan *return* dan risiko yang akan dialaminya saat berinvestasi. *Return* saham atau *capital gain* dapat dihitung dengan selisih harga akhir dengan harga awal saham. Wylie (2005) menyatakan bahwa reksadana UK yang mengalami *herding* mempunyai performa yang bagus dimasa lalu. Dapat disimpulkan bahwa probabilitas terjadinya *herding* juga tergantung pada *return* saham suatu perusahaan.

2.1.7 Volatilitas Saham

Volatilitas adalah pengukuran statistik untuk fluktuasi harga selama periode tertentu (Firmansyah, 2006). Volatilitas *return* saham merupakan ukuran ketidakpastian pergerakan harga saham dimasa yang akan datang atau disebut juga dengan risiko yang akan dihadapi oleh investor. Volatilitas harga pada waktu ke-t diduga pada waktu t-1 sehingga menggunakan pengukuran standar deviasi. Volatilitas pasar terjadi akibat masuknya informasi baru ke dalam pasar atau bursa.

Hipotesis pasar efisien menyebutkan bahwa efisiensi pasar ditinjau dari kecepatan harga saham dalam mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar. Namun seringkali investor terlanjur mempercayai adanya rumor yang belum pasti kebenarannya dengan tujuan memperoleh *abnormal return* daripada informasi yang sudah valid sehingga investor cenderung bersifat *irrational*. Terjadinya perubahan volatilitas karena rumor menunjukkan adanya perubahan harga saham.

Dalam volatilitas, fluktuasi harga tersebut menunjukkan penurunan dan peningkatan harga dalam periode yang pendek dan tidak mengukur tingkat harga, namun derajat variasinya dari satu periode ke periode berikutnya. Volatilitas yang tinggi mencerminkan karakter permintaan dan penawaran yang tidak biasa. Volatilitas dapat didefinisikan sebagai fluktuasi dari *return-return* suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Jika fluktuasi *return-return* sekuritas atau portofolio

secara statistik mengikuti fluktuasi dari *return-return* pasar (Jogiyanto, 2000).

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Behavioural Finance

Teori keuangan standard menyebutkan bahwa di pasar yang efisien harga atas sekuritas yang terbentuk merupakan cermin dari semua informasi yang tersedia tentang sekuritas tersebut. Sehingga harga yang terbentuk merupakan nilai wajar dan investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* jika tidak membeli aset-aset investasi yang lebih berisiko. Namun teori yang dikembangkan oleh Fama tersebut tidak mampu menjelaskan mengenai terjadinya anomali dalam fenomena pasar modal sehingga investor akan bertindak secara irasional.

Dalam prosesnya, para peneliti mulai menemukan bahwa selain mempertimbangkan prospek instrumen investasi seorang investor sering kali melibatkan faktor psikologis, emosi atau pengaruh dari orang lain disekitarnya dalam pengambilan keputusan. Bahkan faktor psikologi menjadi faktor yang sangat penting dalam pengambilan keputusan seseorang. Tingkah laku keuangan yang dipengaruhi oleh fenomena psikologi ini disebut dengan *behaviour finance* (Shefrin, 2000). Menurut Ritter (2003) *behavioral finance* merupakan perilaku keuangan yang terdiri dari dua bagian yaitu cognitive (cara manusia berpikir) dan *limit to arbitrage* (memanfaatkan pasar yang tidak efisien). *Behavior finance* adalah bidang studi yang mengkombinasikan perilaku dan teori

psikologidengan ekonomi dan keuangan konvensional untuk memberikan penjelasan mengapa seseorang membuat keputusan keuangan yang tidak rasional.

Behavioral finance dibangun dari berbagai asumsi dan interaksi dari berbagai ilmu serta keterlibatan emosional, sifat serta faktor psikologis yang digunakan investor dalam pengambilan keputusan yang dapat mengoptimalkan return dengan tetap memperhatikan risiko yang melekat didalamnya. Dalam *behavioral finance*, investor cenderung bertindak irasional, hal ini dikuatkan oleh pendapat dari Bodie, Kane dan Marcus (2009) yang menyebutkan bahwa terdapat dua pemikiran yang menjelaskan bahwa investor tidak selalu dapat memproses data dengan cara yang benar sehingga menciptakan probabilitas distribusi yang salah terhadap prediksi imbal balik masa depan. Kedua, jika distribusi dalam keadaan sebenarnya, investor cenderung juga membuat keputusan yang tidak optimal.

Dalam *behavioral finance*, investor cenderung bertindak irasional. Tindakan investor tersebut dilatarbelakangi oleh ketidak sempurnaan informasi yang tersedia pada pasar. Informasi merupakan hal yang penting sebelum investor memutuskan berinvestasi. Namun pada pasar modal seringkali terjadi asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan salah satu penyebab kegagalan pasar. Hal ini terjadi karena tidak lengkapnya informasi antar investor di pasar saham sehingga memiliki informasi yang berbeda sehingga bisa menyebabkan kerugian pada pihak yang lain.

Asimetri informasi dapat mengakibatkan pasar menjadi tidak efisien dan beberapa investor didalamnya mengalami kerugian. Salah satu perilaku yang diakibatkan oleh asimetri informasi adalah *herding behavior*. *Herding* merupakan bagian dari *behavioral finance* yang menjelaskan bahwa investor bertindak mengikuti investor lain atau mengikuti konsensus pada pasar.

2.2.2 Efficient Market Hypothesis

Efficient Market Hypothesis adalah teori yang menjelaskan bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Konsep pasar efisien pada bidang keuangan lebih ditekankan pada aspek informasi. Artinya pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Tandeilin, 2001). Efisiensi pasar modal ditentukan oleh seberapa besar pengaruh informasi yang relevan, yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi. Beaver (1989) mendefinisikan efisiensi pasar berdasarkan pada distribusi informasi. Pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Secara implisit definisi tersebut menyatakan bahwa jika setiap orang mengamati suatu sistem informasi yang menghasilkan informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama.

Fama (1970) mendefinisikan efisiensi pasar terjadi jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Dalam pasar yang efisien, munculnya informasi yang baru akan segera ditindaklanjuti oleh investor sehingga investor akan berusaha untuk memaksimalkan kinerjanya yang pada akhirnya akan berdampak pada *return* yang akan didapatkan oleh investor. Investor di pasar modal mengharapkan pasar yang efisien karena informasi yang tercermin dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investor agar mendapat *abnormal return* yang melebihi ekspektasi *return* pasar. Masalah yang muncul dari *Efficient Market Hypothesis* adalah investor yang bertindak tidak rasional dan terdominasi oleh emosi, keserakahan dan ketakutan.

Bentuk efisiensi pasar dapat dilihat dari ketersediaan informasi atau yang disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). *Informationally efficient market* dikembangkan oleh Fama (1970).

1. Informationally Efficient Market

Menurut Fama (1970) bentuk efisien pasar dilihat dari hubungan antara harga sekuritas dan informasi dapat dikelompokkan menjadi tiga, yaitu :

- a. Pasar efisien bentuk lemah (*The weak form efficient market hypothesis*)

Jika informasi harga saham masa lalu sepenuhnya tercermin dalam harga saham saat ini maka pasar tersebut merupakan pasar

efisien bentuk lemah. Harga saham sekarang dipengaruhi oleh harga saham masa lalu. Hal ini menyebabkan investor tidak dapat menggunakan data harga saham historis untuk mendapatkan *abnormal return*.

- b. Pasar efisien bentuk setengah kuat (*Semistong form efficient market hypothesis*)

Harga saham pada suatu pasar modal telah mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi tersebut berupa informasi masa lalu, informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi fundamental perusahaan, prediksi pendapatan dan kualitas management. Informasi yang dipublikasikan tersebut tidak bisa digunakan investor untuk memperoleh *abnormal return*.

- c. Pasar efisien bentuk kuat (*Strong form efficient market hypothesis*)

Jika informasi yang tersedia dalam pasar telah dipublikasikan termasuk informasi *private* perusahaan. Investor dalam pasar ini sudah pasti tidak bisa mendapatkan *abnormal return* karena sudah tidak ada lagi informasi *private*. Namun investor dapat lebih bekerja dengan maksimal pada pasar ini karena analisis pasar dimasa depan dapat dilakukan dengan mudah dan tepat.

2.3 Pengaruh Variabel Independen dengan Variabel Dependennya

2.3.1 Pengaruh Size terhadap probabilitas herding behavior

Perusahaan dengan kapitalisasi pasar besar, mempunyai informasi yang berkualitas dan mudah diakses sehingga investor sudah bisa membaca

arah investasi di masa depan. Sedangkan untuk perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil memiliki sedikit informasi dan informasi tersebut belum tentu kebenarannya. Penelitian yang dilakukan Venezia (2010) menghasilkan bahwa investor melakukan *herding* pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *size* dan *herding* berhubungan negatif. Choi dan Sias (2009) juga menunjukkan terjadinya *herding behavior* pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin besar ukuran kapitalisasi pasar maka semakin kecil probabilitas terjadinya *herding*.

Hal ini sesuai dengan teori *Information-based herding* yang menjelaskan bahwa ketidaksempurnaan informasi pada pasar membuat investor tidak yakin terhadap informasi yang telah dimiliki, sehingga ia akan mengabaikan informasi pribadi dan mengikuti tindakan investor lain. Keputusan perdagangan tersebut sudah tidak mencerminkan informasi privat. Mereka akan cenderung untuk menyimpulkan informasi dari perdagangan yang terjadi di pasar modal.

H1 = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

2.3.2 Pengaruh Trading Volume terhadap probabilitas herding behavior

Volume perdagangan dapat dijadikan indikator untuk mengetahui menguat dan melemahnya pasar. Kegiatan volume perdagangan yang

sangat tinggi dibursa menandakan keadaan pasar akan membaik. Menurut Husnan (1998) aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai informasi tertentu mampu membuat keputusan perdagangan jual ataupun beli diatas keputusan perdagangan yang normal. Diamond dan Verrecchia (1991) menjelaskan tingginya asimetri terjadi pada pasar yang kurang liquid.

Trading volume digunakan sebagai proksi asimetri informasi. Kremer dan Nautz (2013) melakukan penelitian tentang *herding* dan *trading volume*. *Trading volume* berkorelasi positif signifikan menyebabkan investor berpeluang untuk berperilaku mengikut. Voronkova dan Bohl (2005) menyatakan bahwa rendahnya kualitas informasi dan rendahnya transparansi pasar dapat mengarahkan pada tingginya *herding* pada pasar yang sedang berkembang.

Pada teori *Information induced herding* (Froot et al. 1992) menyebutkan bahwa investor yang dapat mengembangkan informasi pribadi sehingga dapat meningkatkan aktifitas perdagangan mempunyai rangsangan untuk meneliti saham yang sama dengan *trader* yang mempunyai informasi lain. Dengan kata lain bahwa investor yang bisa mengembangkan informasi pribadinya juga akan mengikuti investor lain dengan informasi yang berbeda dalam pengambilan keputusan investasi sehingga *herding behavior* terjadi dalam pasar.

H2 = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

2.3.3 Pengaruh Return terhadap probabilitas herding behavior

Return merupakan pengembalian yang diharapkan oleh investor. Tentu investor mengharapkan *return* yang menguntungkan di masa mendatang. *Return* di masa depan bisa diprediksi dengan *return* yang terjadi di masa lalu sehingga *return* merupakan pertimbangan bagi investor dalam melakukan investasi. *Return* realisasi merupakan salah satu pengukur kinerja perusahaan (Jogiyanto, 2000).

Lakonishok et. al. (1992) melakukan penelitian dengan hasil bahwa *return* berkontribusi pada terjadinya *herding*. Begitu juga yang dilakukan oleh Wylie (2005) yang menyatakan bahwa reksadana UK yang mengalami *herding* mempunyai performa yang bagus dimasa lalu. Penelitian yang dilakukan oleh Venezia (2010) dengan menggunakan *Granger Causality* juga menunjukkan hasil yang sama bahwa *return* dapat mengarah pada terjadinya *herding*.

Dapat disimpulkan bahwa peluang terjadinya *herding* juga tergantung pada *return* saham suatu perusahaan. *Return* yang menguntungkan akan menjadi daya tarik bagi investor sehingga banyak investor yang akan berinvestasi pada saham tersebut dan bisa memicu terjadinya *herding*.

H3 = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

2.3.4 Pengaruh Volatilitas terhadap probabilitas herding behavior

Volatilitas pasar terjadi akibat masuknya informasi baru ke dalam pasar atau bursa. Informasi yang berubah dapat dengan cepat merubah volatilitas saham. Dalam volatilitas, fluktuasi harga tersebut menunjukkan penurunan dan peningkatan harga dalam periode yang pendek dan tidak mengukur tingkat harga, namun derajat variasinya dari satu periode ke periode berikutnya. Semakin besar volatilitas maka semakin besar risiko dan keuntungan yang diperoleh investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Kremer dan Nautz (2013) menunjukkan hasil yang positif signifikan. Tingginya tingkat probabilitas *herding* berbanding lurus dengan tingginya tingkat volatilitas. Volatilitas berhubungan dengan informasi yang tersedia. Sedikit saja informasi berubah maka dapat mempengaruhi volatilitas. Jika informasi tersebut tidak pasti akan mendorong investor untuk mengikuti konsensus pasar.

Tingginya *herding* berkorelasi dengan tingginya volatilitas pasar (Venezia, 2010). Saham dengan volatilitas tinggi juga semakin sulit meramalkan *return* masa depan. Hal ini akan semakin meragukan investor dalam mengambil keputusan investasi. Sehingga dapat disimpulkan tingginya informasi yang tidak pasti mendorong tingginya peluang terjadinya *herding*.

H4 = Volatilitas berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

2.4 Penelitian Terdahulu

Penelitian empiris tentang *size* (kapitalisasi pasar), *return*, dan volatilitas terhadap *herdingbehavior* masih sedikit dilakukan. Berikut ini adalah penelitian terdahulu yang digunakan sebagai perbandingan dalam penelitian ini:

1. Bowe dan Domuta (2003) hasilnya investor Indonesia melakukan *herding* dan berkorelasi positif signifikan terhadap kapitalisasi pasar.
2. Zhou dan Lai (2005) melakukan penelitian *herding* pada saham properti menghasilkan bahwa *herding* memiliki hubungan yang positif tidak signifikan terhadap return dan volatilitas.
3. Jinghan Chen, Xiao, dan Peng Cheng (2008) hasilnya tidak ada hubungan signifikan antara *herding* yang dilakukan manager investasi dengan kapitalisasi pasar saham. Begitu juga dengan *return* yang berkorelasi negatif tidak signifikan dengan *herding* behavior.
4. Venezia, Nashikkar, dan Shapira (2010) menyimpulkan bahwa rendahnya perilaku *herding* ditemukan pada saham dengan kapitalisasi pasar yang tinggi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *size* berhubungan negatif tidak signifikan, *return* berhubungan positif signifikan dan volatilitas harga saham berhubungan positif signifikan.
5. Yu-Fen Chen, Yang, dan Lin (2012) menyimpulkan bahwa *herdingbehavior* berkorelasi positif tidak signifikan terhadap kapitalisasi pasar dan berkorelasi positif signifikan terhadap *return* masa lalu.

6. Hsieh (2013) melakukan hasilnya bahwa Investor institusional dan individual melakukan *herding* pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil namun investor institusional memperoleh positive return dari *herding* dan investor individu mengalami kerugian akibat melakukan *herding*.
7. Kremer dan Nautz (2013) penelitian ini menunjukkan hasil bahwa *size* berhubungan positif tidak signifikan terhadap penyebab terjadinya *herding*, volatilitas berpengaruh positif signifikan terhadap penyebab terjadinya *herding*, *trading volume* berkorelasi positif signifikan sedangkan *return* berhubungan negatif signifikan terhadap penyebab terjadinya *herding*.
8. Rajendra Wisnu Tristantyo (2014) melakukan penelitian menghasilkan bahwa adanya perilaku *herding* pada pasar modal Indonesia walaupun dampaknya hanya pada sesama tipe investor. Terdapat pola kausalitas antara tipe investor asing institusi terhadap domestik individu, asing institusi terhadap domestik institusi, domestik institusi terhadap domestik individu, hubungan tersebut terjadi satu arah.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| Nama Peneliti | Judul | Variabel | Model Analisis | Hasil/Simpulan |
|------------------------|---|--------------------|-----------------------|--|
| Bowe dan Domuta (2003) | <i>Investor Herding During Financial Crisis : A clinical Study of the JSX</i> | Kapitalisasi Pasar | Regresi | Hasilnya investor Indonesia melakukan <i>herding</i> dan berkorelasi positif signifikan terhadap kapitalisasi pasar. |

| Nama Peneliti | Judul | Variabel | Model Analisis | Hasil/Simpulan |
|---|---|---|--|--|
| Zhou dan Lai (2005) | <i>Herding and Positive Feedback Trading on Property Stock</i> | Rasio jual beli, <i>Interest Rate, return, volatilitas</i> | LSV, regresi | <i>Herding</i> pada saham properti memiliki hubungan yang positif tidak signifikan terhadap return dan volatilitas. |
| Jinghan Chen, Xiao, dan Peng Cheng (2008) | <i>Herd Behavior of Chinese Mutual Fund</i> | <i>Herding</i> jual reksadana, <i>herding</i> beli reksadana, <i>size, return</i> | <i>Lakonishok, Shleifer dan Vishny</i> (LSV), regresi | Hasilnya tidak ada hubungan signifikan antara <i>herding</i> yang dilakukan manager investasi dengan kapitalisasi pasar saham. Begitu juga dengan return yang berkorelasi negatif tidak signifikan dengan <i>herding</i> behavior. |
| Venezia, Nashikkar dan Shapira (2010) | <i>Firm Spesific and Macroherding by professional and amateur</i> | Investor professional, <i>investor amateur, firm size, volatilitas pasar</i> | <i>Lakonishok, Shleifer dan Vishny</i> (LSV), <i>Granger Causality</i> | Menyimpulkan bahwa kedua investor tersebut melakukan <i>herding</i> . Rendahnya perilaku <i>herding</i> ditemukan pada saham dengan kapitalisasi pasar yang tinggi. Dapat disimpulkan bahwa <i>size</i> berhubungan negatif tidak signifikan, return berhubungan positif signifikan dan volatilitas harga saham berhubungan positif signifikan |
| Yu-Fen Chen, Sheng-Yung Yang, Fu-Lai Lin (2012) | <i>Foreign Institutional Industrial Herding</i> | Investor institusi asing, <i>return industrial, kapitalisasi pasar, kategori perusahaan</i> | Regresi | <i>Herding</i> behavior berkorelasi positif tidak signifikan terhadap kapitalisasi pasar dan berkorelasi positif signifikan terhadap return masa lalu. |
| Shu-Fan Hsieh (2013) | <i>Individual and institutional herding and the impact on stock returns</i> | Investor individual, investor institusional, kapitalisasi pasar, <i>past return</i> | <i>Lakonishok, Shleifer dan Vishny</i> (LSV) | Investor institusional dan individual melakukan <i>herding</i> pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang kecil namun investor institusional memperoleh positive return dari <i>herding</i> dan investor individu mengalami kerugian akibat melakukan <i>herding</i> . |
| Stephanie | <i>Causes and</i> | Investor | <i>Lakonishok,</i> | Size berhubungan positif tidak |

| Nama Peneliti | Judul | Variabel | Model Analisis | Hasil/Simpulan |
|----------------------------------|---|--|---|--|
| Kremer, Dieter Nautz (2013). | <i>Consequences of short term institutional herding</i> | institusional, <i>size</i> , <i>trading volume</i> , volatilitas, <i>return</i> | <i>Shleifer dan Vishny</i> (LSV), <i>Vector Auto regressi</i> (VAR) | signifikan terhadap penyebab terjadinya <i>herding</i> , volatilitas berpengaruh positif signifikan trading volume positif signifikan, sedangkan return berhubungan negatif signifikan dengan penyebab <i>herding</i> . |
| Rajendra Wisnu Tristantyo (2014) | Analisis Perilaku Herding Berdasarkan Tipe Investor dalam Kepemilikan Saham | Investor Asing Individu, Investor Asing Institusi, Investor Domestik Individu, Investor Domestik Institusi | <i>Vector Auto regressi</i> (VAR) | Adanya perilaku <i>herding</i> dalam pasar modal Indonesia walaupun dampaknya hanya pada sesama tipe investor. Terdapat pola kausalitas antara tipe investor asing institusi terhadap domestik individu, asing institusi terhadap domestik institusi, domestik institusi terhadap domestik individu, hubungan tersebut terjadi satu arah |

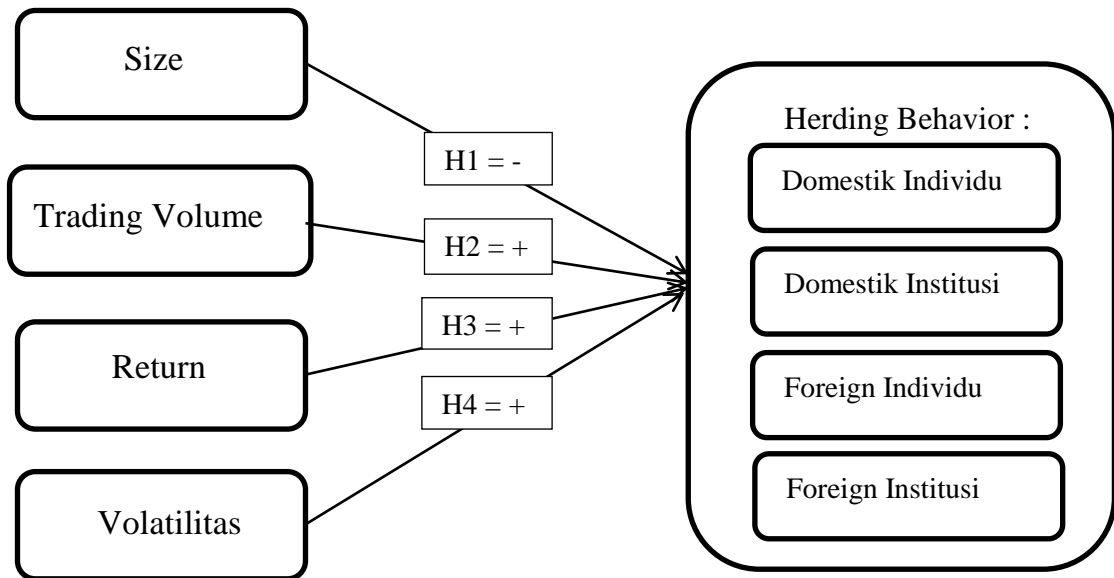
Sumber : Jurnal dan Penelitian Terdahulu

2.5 Model Penelitian dan Hipotesis

2.5.1 Model Penelitian

Penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui perilaku investor di Indonesia yaitu *herding behavior* berdasarkan jumlah kepemilikan saham LQ-45 periode 2009-2014 tiap tipe investor serta menganalisis variabel penyebab terjadinya *herding* yaitu *size*, *return*, *trading volume* dan volatilitas. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Regresi Multinomial Logistic*. Gambar 2.1 berikut akan menyajikan kerangka pemikiran yang menjadi pedoman dalam keseluruhan penelitian yang dilakukan.

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Operasional



Sumber : Kremer dan Nautz (2013), Venezia (2010), Chen (2010)

2.5.2 Hipotesis

Penelitian ini akan meneliti mengenai perilaku herding pada pasar saham Indonesia serta faktor-faktor penyebabnya. Hipotesis yang dibuat adalah sebagai berikut :

- H1a = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1b = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

- H1c = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1d = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1e = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1f = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1g = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1h = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1i = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

- H1j = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1k = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H1l = *Size* berpengaruh negatif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2a = *TVA* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2b = *TVA* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2c = *TVA* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2d = *TVA* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

- H2e = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2f = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2g = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2h = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2i = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2j = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H2k = TVA berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

- H2l = *TVA* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H3a = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H3b = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H3c = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H3d = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H3e = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan

investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

H3f = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

H3g = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

H3h = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

H3i = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

H3j = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

H3k = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

- H13l = *Return* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4a = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4b = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4c = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4d = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4e = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

- H4f = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014.
- H4g = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4h = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor domestik institusi dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4i = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign individu dengan investor foreign institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4j = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4k = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dengan investor domestik institusi pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014
- H4l = *Volatilitas* berpengaruh positif terhadap probabilitas terjadinya *herding behavior* oleh investor foreign institusi dan investor foreign individu pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2014

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Berdasarkan pada obyek penelitian yang dalam hal ini adalah perusahaan pada kelompok saham LQ-45 di BEI selama periode 2009-2014. Pada bagian ini akan dijelaskan tentang variabel dependen dan variabel independen serta definisinya. Penelitian melibatkan empat variabel dimana terbagi menjadi satu variabel dependen dan tiga variabel independen. Variabel dependen disini adalah *herding behavior* dan variabel independen disini adalah *size* (kapitalisasi pasar), *return*, *trading volume*, dan volatilitas.

3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *herding behavior*. Dalam penelitian ini *herding* diukur dari jumlah kepemilikan saham yang dimiliki investor yang dibagi dalam beberapa kelompok yaitu investor domestik individu, investor asing individu, investor domestik institusi dan investor asing institusi. Variabel dependen diukur melalui model multinomial logistik dengan kategori 1 = terjadi herding, 0 = tidak terjadi herding.

Hasil penelitian akan menunjukkan perilaku herding jika indikator yang telah ditetapkan terpenuhi. Indikator yang dimaksud adalah: Jika investor melakukan transaksi saham, maka sesama investor juga akan melakukan transaksi saham yang sama. Pada saat terjadi kenaikan jumlah kepemilikan lembar saham pada satu tipe investor dalam periode tertentu maka tipe investor lainnya juga

mengalami kenaikan jumlah kepemilikan pada periode yang sama. Begitu juga sebaliknya jika salah satu tipe investor mengalami penurunan jumlah kepemilikan lembar saham maka tipe investor lain mengikuti dengan turunnya jumlah kepemilikan lembar saham pada periode yang sama.

Pada penelitian ini, fenomena *herding* apabila terjadi fluktuasi jumlah kepemilikan saham antar tipe investor. Penjelasan ini mengacu pada tabel 1.1. Pada Investor Domestik Individu selama tahun 2009-2014 fluktuasi yang terjadi tidak terlalu tajam. Setiap tahun terjadi kenaikan dan penurunan yang hampir sama. Untuk investor Domestik Institusi juga mengalami kenaikan sepanjang tahun dan relatif stabil sehingga untuk kedua tipe ini tidak dindikasikan terjadinya *herding behavior*. Sementara itu untuk investor foreign individu., pada tahun 2010 jumlah kepemilikan sebesar 2.635.751 lembar namun pada tahun berikutnya mengalami penurunan tajam menjadi 138.914 lembar. Pada tahun 2012-2014 jumlah kepemilikan mengalami fluktuasi namun tidak terlalu tajam seperti dua tahun sebelumnya. Fluktuasi tajam tersebut menunjukkan bahwa investor foreign individu mengalihkan investasinya pada tipe investor foreign institusi. Hal ini mengindikasikan terjadinya *herding behavior* pada pasar modal Indonesia.

3.1.2 Variabel Independen

Berikut merupakan penjelasan atau definisi variabel independen dalam penelitian ini:

1. Size (Kapitalisasi Pasar)

Size berhubungan dengan *demand* pasar terhadap suatu saham, jika reaksi pasar terhadap suatu saham kurang maka akan menyebabkan turunnya harga

saham sehingga akan menurunkan nilai kapitalisasi saham tersebut. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Kremer (2013), kapitalisasi pasar dapat dihitung dengan mengalikan jumlah saham yang beredar dan harga saham. Penghitungannya dapat ditunjukkan berikut ini :

$$\text{Kapitalisasi Pasar} = \text{Jumlah saham beredar} \times \text{Harga saham}$$

2. *Trading Volume*

Trading Volume merupakan perbandingan lembar saham yang diperdagangkan tiap bulan di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan penelitian Kremer (2013), *trading volume* dihitung dengan membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan dengan total saham yang beredar.

$$W_{trading} = \frac{\text{Saham diperdagangkan}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

3. *Return*

Return adalah tingkat pengembalian yang diinginkan oleh investor. Tingkat pengembalian tersebut merupakan salah satu yang dipertimbangkan investor dalam melakukan investasi. *Return* dapat dihitung dengan mengetahui harga saham dari suatu sekuritas. Penghitungan *return* dapat dijelaskan sebagai berikut (Jogiyanto, 2000) :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

Dimana,

R_{it} = Tingkat pengembalian saham i pada periode t

P_{it} = Harga saham I pada periode t

$P_{i(t-1)}$ = Harga saham I pada periode t-1

4. Volatilitas

Volatilitas merupakan pergerakan naik turunnya saham dengan cepat dan tajam. Semakin besar volatilitas maka semakin besar risiko dan keuntungan yang diperoleh investor. Volatilitas dihitung dari *return* bulanan dengan menggunakan standart deviasi. Secara matematis dapat digambarkan sebagai berikut :

$$\sigma = Std Return$$

Tabel 3.1
Ringkasan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

| No | Variabel | Definisi | Pengukuran | Skala |
|----|-------------------------|---|---|---------|
| 1 | <i>Herding Behavior</i> | Perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi dengan mengabaikan informasi pribadi dan melakukan tindakan mengikut yang tidak mempertimbangkan fundamental perusahaan sehingga menyebabkan pasar tidak efisien. | Melakukan herding = 1 Tidak melakukan herding = 0 | Nominal |
| 2 | <i>Size</i> | Kapitalisasi pasar suatu perusahaan yang menunjukkan ukuran perusahaan dilihat dari jumlah saham beredar dan harga sahamnya | $Size = \frac{\text{Jumlah saham beredar}}{\text{Harga saham}}$ | Rasio |
| 3 | <i>Trading Volume</i> | Perbandingan saham yang diperdagangkan tiap bulan | $W_{trading} = \frac{\text{Saham diperdagangkan}}{\text{Jumlah saham beredar}}$ | Rasio |
| 4 | <i>Return</i> | Imbal hasil yang diperoleh dari investasi pada saham | $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$ | Rasio |
| 5 | Volatilitas | Kinerja perusahaan yang dihitung dari standart deviasi <i>return</i> bulanan | $\sigma = Std Return$ | Rasio |

Sumber : Jurnal, artikel, skripsi, thesis, dan buku acuan

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat pada kelompok saham LQ 45 di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2009-2014. Penentuan sampel penelitian dengan cara *puspositive sampling* yaitu dipilih dari keseluruhan populasi dengan menggunakan metode sampel berdasarkan sasaran. Populasi yang dijadikan sampel penelitian merupakan populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai tujuan penelitian. Hal tersebut dilakukan untuk menghindari kesalahan dalam proses selanjutnya yang bisa mempengaruhi hasil analisa. Sampel yang digunakan adalah sampel dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang tercatat pada kelompok indeks saham LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode Januari 2009-Desember 2014.
2. Perusahaan yang aktif melakukan perdagangan pada kelompok indeks saham LQ-45 dan melakukan pencatatan jumlah kepemilikan saham pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode Januari 2009-Desember 2014.

Dari populasi sebanyak 487 perusahaan listed pada saham LQ-45, diperoleh sebanyak 45 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel tersebut. Berikut ini adalah 45 emiten yang menjadi sampel penelitian

Tabel 3.2
Data saham indeks LQ-45 yang digunakan sebagai sampel

| No | Kode Saham | Keterangan |
|----|------------|------------------------|
| 1 | AALI | Astra Argo Lestari Tbk |

| No | Kode Saham | Keterangan |
|-----------|-------------------|-----------------------------------|
| 2 | ADHI | Adhi Karya Persero Tbk |
| 3 | ADRO | Adaro Energy Tbk |
| 4 | AKRA | AKR Corporindo Tbk |
| 5 | ANTM | Aneka Tambang Persero Tbk |
| 6 | ASII | Astra International Tbk |
| 7 | ASRI | Alam Sutera Realty Tbk |
| 8 | BBCA | Bank Central Asia Tbk |
| 9 | BBKP | Bank Bukopin Tbk |
| 10 | BBNI | Bank Negara Indonesia Persero Tbk |
| 11 | BBRI | Bank Rakyat Indonesia Persero Tbk |
| 12 | BDMN | Bank Danamon Indonesia Tbk |
| 13 | BHIT | MNC Investama Tbk |
| 14 | BKSL | Sentul City Tbk |
| 15 | BMRI | Bank Mandiri Persero Tbk |
| 16 | BMTR | Global Mediacom Tbk |
| 17 | BSDE | Bumi Serpong Damai Tbk |
| 18 | BUMI | Bumi Resources Tbk |
| 19 | ELTY | Bakrieland Development Tbk |
| 20 | ENRG | Energi Mega Persada Tbk |
| 21 | EXCL | XL Axiata Tbk |
| 22 | GGRM | Gudang Garam Tbk |
| 23 | INCO | Vale Indonesia Tbk |
| 24 | INDF | Indofood Sukses Makmur Tbk |
| 25 | INTP | Indocement Tunggal Prakarsa Tbk |
| 26 | ISAT | Indosat Tbk |
| 27 | ITMG | Indo Tambangraya Megah Tbk |
| 28 | JSMR | Jasa Marga Persero Tbk |
| 29 | KLBF | Kalbe Farma Tbk |
| 30 | LPKR | Lippo Karawaci Tbk |

| No | Kode Saham | Keterangan |
|----|------------|--|
| 31 | LSIP | Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk |
| 32 | MEDC | Medco Energi Internasional |
| 33 | MNCN | Media Nusantara Citra Tbk |
| 34 | PGAS | Perusahaan Gas Negara Persero Tbk |
| 35 | PNBN | Bank Pan Indonesia Tbk |
| 36 | PTBA | Tambang Batubara Bukit Asam Persero Tbk |
| 37 | SMCB | Holcim Indonesia Tbk |
| 38 | SMGR | Semen Indonesia Persero Tbk |
| 39 | SMRA | Summarecon Agung Tbk |
| 40 | SSIA | Surya Semesta Internusa Tbk |
| 41 | TRAM | Trada Maritime Tbk |
| 42 | UNSP | Bakrie Sumatera Plantations Tbk |
| 43 | UNTR | United Tractors Tbk |
| 44 | UNVR | Unilever Indonesia Tbk |
| 45 | WIKA | Wijaya Karya Persero Tbk |

Sumber : www.idx.co.id

3.3 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung. Data sekunder adalah data yang telah dikumpulkan oleh sebuah institusi tertentu dan dipublikasikan secara umum. Data sekunder pada penelitian ini meliputi kepemilikan saham berdasarkan tipe investor dari perusahaan yang terdaftar pada indeks saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia, *size* (Kapitalisasi pasar), *return*, dan volatilitas selama periode 2009-2014.

Sumber data sekunder dalam penelitian ini meliputi kepemilikan saham berupa data bulanan yang diperoleh dari PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia, data bulanan kapitalisasi pasar indeks saham LQ-45, data bulanan

return saham LQ-45 dan volatilitas saham diperoleh dari *bloomberg*. Pemilihan data bulanan karena data yang telah diberikan adalah ringkasaan data kepemilikan saham satu bulan periode dalam jangka waktu 2009-2014.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Peneliti mendapatkan data tersebut dengan melakukan observasi secara langsung pada PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia kemudian data diperoleh dari PT. Indonesian Capital Market Electronic Library. Pengumpulan data juga dilakukan melalui *bloomberg*. Metode pengumpulan data dengan studi kepustakaan. Yaitu pengambilan data diperoleh dari beberapa literature yang berkaitan dengan permasalahan yang sedang diteliti. Penelusuran data dilakukan dengan :

1. Observasi Langsung

www.ksei.co.id

www.icamel.co.id

2. 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 berhubungan dengan penelitian.

3. Metode Studi Pustaka

Metode Studi pustaka dilakukan dengan pengumpulan informasi yang bersifat teoritis yang berhubungan dengan penelitian ini. Literatur

diperoleh dari buku, jurnal, maupun internet yang berkaitan dengan penelitian.

3.5 Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis *Logit regression*. *Logit regression* bertujuan untuk menjelaskan hubungan antar variabel, dimana variabel dependen yang digunakan merupakan variabel dikotomi yang hanya mempunyai dua nilai yaitu 0 atau 1 yang mewakili muncul atau tidaknya suatu kejadian.

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai suatu variabel yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum (Ghozali, 2006). Analisis statistik deskriptif merupakan salah satu cara pengolahan data yang mempelajari cara pengumpulan dan penyajian data sehingga mudah dipahami. Standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum menggambarkan persebaran data. Data dengan standar deviasi yang semakin besar menggambarkan data tersebut semakin menyebar. Standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum menggambarkan persebaran variabel yang bersifat metrik, sedangkan variabel non-metrik digambarkan dengan distribusi frekuensi variabel.

3.5.2 Analisis Regresi Logistik

Analisis regresi logistik bertujuan untuk menguji probabilitas muncul tidaknya suatu kejadian. Pada model logit, variabel dependen

terdiri atas bilangan biner 0 dan 1 yang mewakili kondisi “ya” dan “tidak”. Interpretasi atau estimasi pada model logit menunjukkan besarnya kemungkinan suatu kejadian, yang ditunjukkan dengan persentase probabilitas, sehingga nilainya antara 0% sampai 100% (Winarno, 2009).

Analisis regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas dan homoskedastisitas. Penelitian ini tidak memerlukan uji normalitas data karena regresi logistik tidak memerlukan asumsi normalitas pada variabel bebasnya. Artinya variabel bebasnya tidak harus memiliki distribusi normal, linier maupun memiliki varian yang sama dalam setiap grup (Ghozali, 2006). Regresi logistik juga mengabaikan heteroskedastisitas, artinya variabel terikatnya tidak memerlukan homoskedastisitas untuk masing-masing variabel bebasnya (Gujarati, 1999).

Dalam regresi multinomial logistik terdapat salah satu kategori variabel dependen yang dianggap sebagai kategori referensi. Kategori tersebut berupa pilihan yaitu kategori pertama, kategori terakhir atau kategori yang mempunyai nilai frekuensi tinggi sebagai referensinya. Metode analisis regresi logistik ini menganalisis investor untuk melakukan dan tidak melakukan *herding behavior* pada pasar modal Indonesia serta faktor-faktor yang mempengaruhi probabilitas pilihan investor tersebut yaitu kapitalisasi pasar, *trading volume*, *return* dan volatilitas. Regresi logistik dapat

digunakan untuk memprediksi variabel dependen dalam menentukan presentase varians dalam variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen.

Keputusan investor untuk melakukan *herding* (HERD) dan tidak melakukan *herding* (NO HERD) sebagai variabel dependen. Kategori yang dijadikan referensi adalah kategori terakhir yaitu *herding* (HERD). Dengan variabel independen sebagai berikut : kapitalisasi pasar (SIZE), tingkat pengembalian (RETURN), *trading volume* (TVA), dan volatilitas (VOL). Variabel-variabel ini mempengaruhi variabel dependen yang diproksi dengan probabilitas perilaku *herding*. Dalam formulasi regresi logistik, maka persamaannya sebagai berikut :

$$\ln\left(\frac{HERD_i}{HERD_j}\right) = \alpha + \alpha SIZE + \alpha RETURN + \alpha TVA + \alpha VOL$$

Keterangan :

HERD = probabilitas *herding behavior*

α = konstanta

SIZE = kapitalisasi pasar

RETURN = tingkat pengembalian

TVA = trading volume

VOL = volatilitas saham

Menurut Winarno (2009) secara ekonometrik dinyatakan bahwa regresi logistik digunakan untuk menganalisis probabilitas

terjadinya peristiwa dalam bentuk odd atau risiko yaitu perbandingan antara probabilitas terjadinya suatu peristiwa dengan probabilitas tidak terjadinya peristiwa.

3.5.2.1 Menilai Model Fit (*overall fit model*)

Langkah pertama adalah menilai overall fit model terhadap data.

Hipotesis untuk menilai model fit adalah :

H₀ : Model yang dihipotesakan fit dengan data

H_A : Model yang dihipotesakan tidak fit dengan data

Statistik yang digunakan berdasarkan pada fungsi likelihood. Likelihood L dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesakan menggambarkan data input. Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi $-2\log L$.

Nilai $-2\log L$ pada awal (block number = 0) dimana model hanya memasukkan konstanta dibandingkan dengan $-2\log L$ setelah model memasukkan variabel bebas (block number = 1). Apabila nilai $-2\log L$ block number = 0 > nilai $-2\log L$ block number = 1 menunjukkan bahwa model regresi tersebut baik. Nilai yang besar dari statistik log-likelihood menunjukkan model statistik yang buruk, karena nilai yang semakin besar menunjukkan pengamatan semakin tidak dapat dijelaskan (Ghozali, 2006).

3.5.2.2 Pseudo R-Square

Merupakan ukuran koefisien determinasi seperti pada R^2 pada *multiple regression*. Pengukuran didasarkan pada teknik estimasi likelihood dengan nilai maksimum kurang dari 1 (satu) sehingga sulit diinterpretasikan.

Nagelkerke's R square merupakan modifikasi dari koefisien Cox dan Snell untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi antara 0 (nol) sampai 1 (satu). Hal ini dilakukan dengan membagi nilai Cox and Snell's R^2 dengan nilai maksimumnya (Ghozali, 2006).

3.5.2.3 Goodness of Fit Test

Kelayakan model regresi logistik dinilai dengan *Goodness of Fit Test*. dilakukan untuk menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sama dengan atau kurang dari 0,05 maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga *Goodness of Fit* model tidak baik memprediksi nilai observasinya. Jika nilai statistik yang dihasilkan lebih besar dari 0,05 maka hipotesis diterima berarti model mampu memprediksi nilai observasinya (Ghozali, 2006).