

JURNAL ILMIAH MANAJEMEN BISNIS DAN INOVASI  
UNIVERSITAS SAM RATULANGI (JMBI UNSRAT)

**HERDING BEHAVIOR SAAT PANDEMI COVID-19 DI PASAR SAHAM INDONESIA**

**Carrisa, R. Rinda Rachmawati Brata, Sung Suk Kim**

Universitas Pelita Harapan

ARTICLE INFO

**Keywords:**

COVID-19, hering behavior,  
investor behavior, financial

**Kata Kunci:**

COVID-19, perilaku  
menggiring, perilaku investor,  
keuangan

**Corresponding Author:**

**Sung Suk Kim**

sungsuk.kim@uph.edu

**ABSTRACT.** *This study aims to analyze herding behavior towards investment decisions in market shares in Indonesia, in order to find out how much financial behavior has changed during the COVID-19 pandemic. This study uses IHSG stock data for the period 2019 - 2020. The stock exchange is a place for investors to gain profits through stock trading. Stocks are preferred by investors compared to other financial instruments because the results to be obtained are greater even though they are accompanied by high risks. Greed stimulates investors to make increasingly risky investments, so investors tend to make transactions ignoring rational analysis, and this tendency is Herding Behavior. The global COVID-19 pandemic has created dramatic and unprecedented challenges for individuals, economies, financial markets, financial institutions and governments. This study uses the literature review method by comparing several previous research findings that are relevant to the problem of the COVID-19 pandemic. The results of the study show that there have been changes in financial behavior (there are indications of herding behavior) that have occurred on the Indonesian stock market during the Covid-19 pandemic.*

**ABSTRAK.** Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa *herding behavior* terhadap keputusan investasi pada Pasar saham di Indonesia, guna mengetahui seberapa besar perubahan perilaku finansial pada saat terjadinya pandemi COVID-19. Penelitian ini Menggunakan data saham IHSG pada periode 2019 - 2020. Bursa efek merupakan salah satu tempat bagi investor untuk memperoleh keuntungan melalui perdagangan saham. Saham lebih banyak dipilih investor dibandingkan instrumen keuangan lainnya karena hasil yang akan diperoleh lebih besar meskipun diikuti dengan risiko yang tinggi. Keserakahan merangsang investor untuk melakukan investasi yang semakin berisiko, maka investor cenderung melakukan transaksi mengabaikan analisis yang rasional, dan kecenderungan tersebut adalah *Herding Behavior*. Pandemi global COVID-19 telah menciptakan tantangan yang dramatis dan belum pernah terjadi sebelumnya bagi individu, ekonomi, pasar keuangan, lembaga keuangan, dan pemerintah. Penelitian ini menggunakan metode literature review dengan membandingkan beberapa temuan penelitian sebelumnya yang relevan dengan masalah pandemi COVID-19. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada perubahan perilaku keuangan (terdapat indikasi perilaku Herding) yang terjadi di pasar saham Indonesia dalam masa pandemi Covid-19.

## PENDAHULUAN

Pandemi COVID-19 membuat dampak ekonomi yang dramatis, ditandai dengan berlebihan volatilitas harga saham dan kehancuran pasar. Dalam meningkatkan nilai pasar modal menjadi media bagi investor dalam meningkatkan pendapatan mereka. Pandemi COVID-19 yang sedang berlangsung telah mendatangkan malapetaka di seluruh ekonomi dunia serta melemahkan kinerja pasar saham dan telah menimbulkan kepanikan di kalangan investor.

Investor yang dihadapkan pada situasi berisiko cenderung melihat objektivitas, memainkan emosi dan faktor psikologis dalam pengambilan keputusan. Dalam pengambilan keputusan investasi, pada dasarnya investor harus memahami hubungan antara risiko dan pengembalian (*return*) terhadap suatu investasi.

Namun dalam praktiknya, terdapat berbagai bentuk anomali pasar yang merusak keakuratan hipotesis pasar efisien. Salah satu faktor yang diduga menjadi penyebab inefisiensi pasar adalah perilaku *herding*. Investor berkerumun saat mereka meniru tindakan investor lain. Perilaku ini terjadi bila ada interaksi yang terus menerus di antara investor rasional.

Investor yang tidak rasional sering mendatangkan perilaku yang berpotensi memperburuk pasar dikarenakan adanya pergerakan pasar yang tidak normal. Perilaku investor yang tidak dapat menjelaskan keadaan, dan informasi yang tepat sehingga investor dinyatakan irasional. Menurut (Ramdani, 2020) seringkali ditemukan pengambilan keputusan tidak rasional akan ditemui hasil yang tidak rasional pula.

(Devenow & Welch, 1996) menjelaskan bahwa ada tiga alasan *Herding*. Pertama, motivasi payoff-externalities mendorong investor untuk melakukan transaksi sekaligus guna mendapatkan keuntungan dari likuiditas saham yang lebih tinggi. Motivasi kedua adalah efek reputasi. Keberhasilan investor institusi sering dinilai dengan membandingkan kinerja mereka dari tolak ukur. Untuk alasan ini, manajer investasi sering bersembunyi di balik perilaku kawan agar kinerja mendekati tolak ukurnya. Secara rata-rata, perilaku menggiring menghilangkan peluang bagi manajer investasi untuk memperoleh kinerja yang melebihi tolak ukurnya. Namun, perilaku menggiring memberikan perlindungan bagi reputasi mereka dari penurunan kinerja di bawah tolak ukur. Alasan ketiga adalah eksternalitas informasional. Artinya investor seringkali tidak lengkap informasi ketika mereka mengamati perilaku investor lain. Eksternalitas informasi menjadi sangat kuat ketika investor memutuskan untuk mengabaikan sinyal informasi yang mereka miliki dan memilih untuk meniru tindakan dan keputusan yang diambil oleh investor lain.

Pada kesempatan kali ini, penulis ingin mengkaji apakah wabah COVID-19 ini menyebabkan pembentukan perilaku *herding* di pasar saham, khususnya didalam tingkat industri. Penulis berfokus pada perilaku *herding* yang disetujui merupakan salah satu perilaku yang dapat membentuk investasi irasional umum yang dapat menyebabkan kerugian dan pengembalian yang abnormal di pasar keuangan. Pembentukan perilaku *herding* menyebabkan harga aset menyimpang dari nilai fundamental dan memperburuk kondisi volatilitas dan pengembalian saham.

Sejumlah besar studi telah dilakukan untuk mendeteksi perilaku menggiring investor dalam dua dekade terakhir. Namun, sepengetahuan penulis, penelitian ini merupakan karya penelitian

perintis untuk menguji perilaku menggiring di pasar keuangan dalam kondisi pandemi COVID-19 saat ini. Dalam keadaan normal, orang akan memiliki waktu yang cukup untuk mengumpulkan informasi yang memadai, berpikir rasional, menganalisis pasar dan membuat keputusan yang tepat (Mertzanis & Allam, 2018). Namun, dalam periode pasar tertekan, misalnya wabah COVID-19, investor lebih cenderung mengikuti keputusan kerumunan dengan menekan informasi pribadi mereka. Artikel ini berfokus pada pasar saham India dan memeriksa apakah ada bukti perilaku menggiring.

Penulis menemukan beberapa fenomena yang menjadi bukti kuat tentang perilaku *herding* dalam kondisi pasar bullish selama wabah Pasca COVID-19, dan juga penulis menemukan beberapa bukti pembentukan *herding* dalam kondisi pasar bearish. Selain itu, temuan penulis ini berkontribusi dalam identifikasi potensi resiko dan dalam penyusunan strategi yang tepat untuk berinvestasi di pasar saham dalam kondisi wabah COVID-19. Hasil yang didapat dalam beberapa jurnal lainnya akan penulis sertakan pada pembahasan selanjutnya, pada bagian yang ke II penulis akan menyajikan beberapa literatur yang relevan dengan pembahasan ini, bagian ke III akan menyajikan data dan metodologi penelitian, bagian IV membahas mengenai analisis data serta pembahasan dari penelitian, kemudian bagian V merupakan bagian akhir yang berisi tentang kesimpulan penelitian serta saran.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Herding Pada Saat Krisis

#### 2.1 Herding di Pasar Saham

*Herding* merupakan kasus dimana investor merasa tertantang untuk menghadapi risiko tinggi guna untuk memperoleh keuntungan yang besar. Investor yang serakah cenderung melakukan investasi yang berisiko. Maka investor mengikuti secara agresif dan mengabaikan analisis rasional (Ullah et al., 2020).

Adanya faktor yang mempengaruhi *herding* di antaranya kebanyakan investor melakukan *herding* ketika pasar saham menjumpai sentimen berita yang negatif, *herding* terjadi dikarenakan kekhawatiran yang dimiliki. Sudut pandang ini dinyatakan rasional karena mereka memaksimalkan utilitas. Secara khusus, *herding* dapat ditunjukkan ketika pasar tidak menunjukkan kepastian dan ekstrem (Arjoon & Bhatnagar, 2017)

Perilaku menggiring memiliki kekuatan untuk menghancurkan pasar dan mengancam efisiensi pasar (Mishra & Mishra, 2021). Ketika menghadapi volatilitas tinggi, investor cenderung melakukan *herding* (Al-Shboul, 2012), *Herding* menyebabkan volatilitas di pasar saham yang mengganggu sistem keuangan, dan oleh karena itu, merupakan faktor penting bagi pembuat kebijakan yang bertujuan untuk menstabilkan pasar (Demirer & Kutun, 2006). Scharfstein dan Stein, 1990 berpendapat bahwa manajer portofolio lebih terbukti dalam perilaku menggiring karena mereka khawatir kehilangan reputasi mereka.

Keputusan yang dibuat dapat berdasarkan data kuantitatif dan kualitatif yang berbeda dari lingkungan. Keyakinan mereka adalah dikembangkan atas dasar kejadian disekitar mereka. Mereka biasanya tidak menerima perbedaan dalam persepsi psikologis dan kejadian actual dari

sebuah acara. Kejadian ini menciptakan kondisi psikologis ketidakseimbangan. Interogasi dan observasi adalah Langkah yang sering digunakan untuk mengumpulkan informasi yang mendukung keputusan mereka (Ali, 2001).

Pertama, Penggembalaan juga sering dikaitkan dengan fenomena tertentu atau kejadian yang mempengaruhi seseorang dalam berinvestasi di pasar modal, misalnya *january effect*, *crisis effect*, *the phenomenon of underpricing* sehingga investor tidak melakukan analisis saat berinvestasi tetapi mengikuti euphoria pasar dan informasi publik yang sedang terjadi (Arisanti & Oktavendi, 2020). Investor pemula cenderung mengikuti arus berita dan informasi yang tidak rasional seperti melihat informasi melalui sosial media.

Ada dua klasifikasi berkelompok yaitu *spurious herding* dan *intentional herding* (Park & Kim, 2017). *Spurious herding* yang dimaksud apabila investor bereaksi terhadap informasi yang terkenal di kalangan publik dengan membuat keputusan investasi yang sama dengan informasi tersebut. Sedangkan, jika investor memiliki niat untuk mengikuti perilaku investor lain, maka hal tersebut merupakan *intentional herding*.

Kedua, asumsi mengenai perusahaan dalam kepemilikan keluarga lebih dipercaya akan cenderung stabil. Penelitian sebelumnya (Jung et al., 2019) menyetakan bukti bahwa perusahaan keluarga cenderung menimbulkan reaksi pasar terhadap risiko lebih sedikit, hasilnya herding tidak ditemukan dalam pasar saham dengan status kepemilikan keluarga.

Ketiga, penulis menemukan bahwa tren pasar sangatlah berpengaruh terhadap *herding* contohnya di Indonesia, banyak sekali akun media sosial yang membahas mengenai pasar saham dan banyak sekali investor yang baru cenderung mengikuti tren yang mereka lihat dalam pembahasan social media tanpa mengerti fundamental sebuah perusahaan. Manusia cenderung dipengaruhi oleh sekitar terutama dalam aktivitas keuangannya (Cao & Ye, 2015).

## 2.2 Herding pada Saat Krisis

(Ganesh et al., 2016), meneliti adanya perilaku *herding* ditingkat industri dan tidak ditemukan tanda *herding* di pasar saham india. Temuan terbaru mendukung hipotesis pasar efisien (Fama & French, 2004), menyatakan bahwa pasar saham India secara informasi efisien dan investor cenderung rasional dalam pemilihan aset keuangan. Namun, COVID-19 yang sedang berlangsung menciptakan kepanikan dan ketakutan dipasar saham yang mengakibatkan volatilitas tinggi, konsentrasi pasar tinggi, pengembalian rendah dan relatif tidak naik secara signifikan untuk memobilisasi investasi baru. Oleh karena itu, penulis memberikan asumsi probabilitas pembentukan *herding* dipasar saham Indonesia selama kondisi saat ini Pandemi COVID-19 relatif lebih tinggi dibandingkan kondisi pasar normal.

(Singh et al., 2020), herding ditemukan namun tidak pada sektor tertentu seperti bank, farmasi, service, metal, keuangan pada Bombay Stock Exchange (BSE) di bursa saham India dalam pandemi COVID-19 yang menunjukkan tidak adanya perilaku herding pada sektor tersebut. Sektor ini menunjukkan efisiensi pasar dari pada perilaku herding sehingga penemuan ini sama dengan Ganesh et al (2016) yang tidak menemukan perilaku herding pada krisis di India secara signifikan. Namun sebelum pandemi industri yang sedang berkembang adalah industri IT, Farmasi, Media, Entertainment, Automobile dan pada industri tersebut sehingga pada masa pandemi ini terlihat adanya herding behavior namun tidak signifikan.

(Espinosa-Méndez & Arias, 2020), menyatakan bahwa adanya perilaku herding di Australia pada ASX (Australian Stock Exchange) dikarenakan investasi signifikan berkurang sejak awal pandemi COVID-19 karena masyarakat dinyatakan lebih berfokus pada kesehatan dan menjaga kestabilan keuangan. Penemuan ini sama dengan penemuan Mohammad Al-Shboul (2012) saat krisis ekonomi pada tahun 2012, pada saat itu Investor luar negeri seperti US, UK dan China sangat berpengaruh dalam ASX dimana perilaku herding ditemukan.

(Wu et al., 2020), Perilaku herding jauh lebih rendah pada The Shanghai A-share dan Shenzhen A-Share dari pada pasar saham Tiongkok selama pandemi. Pembuat kebijakan China tidak perlu khawatir tentang kemungkinan efek destabilisasi. Hasil bursa Shanghai dan Shenzhen konsisten dan menunjukkan bahwa informasi tersebut antara kedua pasar saham mengalir dengan lancar selama periode COVID-19.

(Allam & Abdelrhim, 2020), menyatakan perilaku herding terdapat pada Egyptian Stock Market diberbagai sektor termasuk pariwisata, *leisure*, Kesehatan, Farmasi, Makan, Minuman, industri rokok dan yang tertinggi ada pada bank.

(Chiang & Zheng, 2010), menunjukkan perilaku herding secara global dengan menerapkan data harian untuk 18 negara mulai 25 Mei 1988 hingga 24 April 1988, mereka menemukan bukti herding di pasar saham maju (kecuali AS) dan di pasar Asia. Tidak ada bukti herding yang ditemukan di pasar Amerika. Bukti menunjukkan bahwa penyebaran kembali saham di AS memainkan peran penting dalam menjelaskan aktivitas herding di pasar selain Amerika Serikat. Dengan pengecualian pasar saham di US dan Amerika Latin, perilaku herding ada dikeduanya dan pasar naik dan turun, meskipun asimetri herding lebih mendalam di pasar Asia selama pasar naik. Bukti menunjukkan bahwa krisis memicu perilaku herding dalam aktivitas dinegara krisis dan kemudian menghasilkan efek penularan yang menyebarkan krisis juga ke negara tetangga. Selama masa krisis, mereka menemukan bukti pendukung untuk formasi herding di AS dan Amerika Latin

(Bansal et al., 2020), pandemi COVID-19 telah menghasilkan efek ekonomi yang dramatis, ditandai dengan volatilitas harga saham yang berlebihan dan jatuhnya pasar. Beberapa fenomena yang terjadi pada masa krisis, seperti volatilitas yang berlebihan dan kepercayaan yang tak tergoyahkan dari lembaga keuangan, tidak cukup dijelaskan oleh paradigma keuangan tradisional. Dalam tulisan ini, mereka mengeksplorasi hal tersebut fenomena dari perilaku keuangan dan membahas beberapa kesalahan kognitif dan bias yang relevan selama dan setelah krisis yang terlalu percaya diri (salah kalibrasi, ilusi kendali dan bias optimisme), representasi bias, penghindaran risiko dan perilaku herding. Mereka mengeksplorasi masing-masing fenomena ini dari persepektif psikologi dan mengevaluasi relevansi mereka dengan lembaga keuangan dan pasar saham pada COVID-19 yang menyebabkan krisis global.

### 2.3 Pengembangan Hipotesis

Herding terjadi karena informasi asimetrik atau cognitive biases dari investor. Pada saat terjadi kondisi ketidakstabilan ekonomi mendadak, prediksi masa depan menjadi lebih sulit. Pada saat ketidakpastian yang besar biasanya volatilitas meningkat di pasar juga. Maka pada saat ketidakpastian meningkat, kemungkinan investor bisa mengikuti perilaku investor yang lain meningkat karena meningkatnya cognitive biases juga. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh

Nugraha (2020) menunjukkan bahwa terdapat efek yang ditimbulkan pada tingkat volatilitas pasar saham di pasar Amerika Serikat dalam masa pandemi. Penelitian ini mengambil hipotesis berikut

H1 : Perilaku Herding investor saham diperkuat dalam masa pandemi Covid-19.

## DATA DAN METODOLOGY

### 3.1 Data

Jenis penelitian ini adalah penelitian asosiatif, yaitu menghubungkan dua variabel atau lebih dimana di dalam usulan penelitian, proses, hipotesis, analisis data dan kesimpulan data sampai penulisannya mempergunakan aspek pengukuran, perhitungan rumus, dan kepastian data numerik. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat indikasi perilaku herding investor dalam masa pandemi Covid-19 pada pasar saham Indonesia periode 2019 – 2020. Sugiyono (2011) mengungkapkan bahwa populasi merupakan wilayah generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti. Populasi yang dipilih dalam penelitian ini adalah saham yang tercatat aktif dalam bursa saham Indonesia dengan jumlah transaksi yang melebihi angka 128 pertahunnya. Penelitian ini menggunakan populasi sasaran dimana populasi sasaran adalah keseluruhan individu dalam area/wilayah/lokasi/kurun waktu yang sesuai dengan tujuan penelitian. Pengumpulan data dilakukan melalui dokumentasi dengan mengumpulkan data pendukung dari literatur, buku-buku referensi, jurnal, skripsi dan untuk mendapatkan gambaran masalah yang diteliti serta mengumpulkan data sekunder yang di publikasikan pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

### 3.2 Model Empiris

Pada saat terjadi volatilitas yang tinggi, pelaku pasar cenderung akan melakukan herding daripada melakukan analisis yang mendalam sehingga nilai deviasi tidak akan menyimpang jauh dari return saham secara keseluruhan yang menyebabkan nilai dispersinya relatif kecil. Perlu digaris bawahi bahwa perilaku herding tidak ditentukan dari CSAD melainkan hubungan CSAD dengan return pasar maka digunakan model empiris sebagai berikut:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 (R_{m,t}^2) + \gamma_3 (R_{m,t}^2) * D + \varepsilon_t$$

$\alpha$  : intersept

$\gamma_1$  : koefisien linear antara CSAD dan return portofolio pasar

$\gamma_2$  : koefisien non-linear antara CSAD dan return portofolio pasar

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

D : satu pada masa pandemik, zero sebelum pandemik

$\varepsilon_t$  : standard error

Penambahan variabel nilai absolut dari return pasar ( $|R_{mt}|$ ) digunakan untuk membuktikan koefisien linear. Selain itu variabel nilai return pasar absolut ( $|R_{mt}|$ ) digunakan untuk

mengilustrasikan keadaan ketika return pasar dalam kondisi normal. Nilai dispersi (CSAD) akan meningkat seiring dengan peningkatan dari nilai absolut dari return pasar ( $|R_{m,t}|$ ), sesuai dengan *rational asset pricing model*

### 3.3 Pengukuran Variabel

#### 3.3.1 Variabel Dependen (CSAD)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Nilai dispersi Cross- Sectional Absolute Deviation (CSAD). Darmawan (2015) menyebutkan bahwa CSAD merupakan nilai untuk mengukur seberapa jauh perbedaan return dari aset individual jika dibandingkan dengan rata-rata return pasar harian. Rumus untuk menghitung CSAD adalah sebagai berikut:

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

$R_{i,t}$  : return saham individual pada periode t yang sama

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

N : jumlah perusahaan dalam sampel

#### 3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel dependen (terikat). Variabel independen dalam penelitian ini adalah return pasar absolut ( $|R_{m,t}|$ ) dan return pasar kuadrat ( $R_{m,t}^2$ ). Darmawan (2015) menyebutkan bahwa ( $|R_{m,t}|$ ) merupakan nilai (absolut) untuk selisih dari harga (harian) yang tercantum di suatu indeks harga saham gabungan pada akhir periode dengan awal periode. Return pasar kuadrat ( $R_{m,t}^2$ ) merupakan nilai kuadrat untuk selisih dari harga harian yang tercantum di suatu indeks harga saham gabungan pada akhir periode dengan awal periode. Masing masing return pasar absolut ( $|R_{m,t}|$ ) dan return pasar kuadrat ( $R_{m,t}^2$ ) skala ukur rasio. Adapun rumus dari return pasar absolut dan return pasar kuadrat dijabarkan sebagai berikut:

$$(|R_{m,t}|) = \frac{P_{i,t} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

$$(R_{m,t}^2) = \left( \frac{P_{i,t} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} \right)^2$$

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistika Deskriptif

#### Sebelum Pandemi

|                    |         | Statistics  |             |
|--------------------|---------|-------------|-------------|
|                    |         | Rm,t        | CSADt       |
| N                  | Valid   | 281         | 281         |
|                    | Missing | 0           | 0           |
| Mean               |         | .0002473907 | .0229240051 |
| Std. Error of Mean |         | .0005186584 | .0030342091 |
| Median             |         | .0000000000 | .0193426820 |
| Mode               |         | .00000000   | .00000000   |
| Std. Deviation     |         | .0086942994 | .0508626123 |
| Variance           |         | .000        | .003        |
| Range              |         | .06083680   | .86030721   |
| Minimum            |         | -.03755948  | .00000000   |
| Maximum            |         | .02327732   | .86030721   |
| Sum                |         | .06951680   | 6.44164544  |

Cross Sectional Absolute Deviation selama masa pengamatan pada waktu sebelum pandemi memiliki nilai rata rata sebesar 2.29% dengan imbal balik minimal (paling kecil) sebesar 0% dengan imbal balik maksimal (terbesar) sebesar 86.03%. Standar deviasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar nilai tingkat persebaran rata-rata sekelompok data, semakin besar nilai dari standar deviasi data, maka artinya bahwa semakin besar tingkat penyebaran datanya. Diketahui bahwa standar deviasi Cross Sectional Absolute Deviation sebesar 5.09%.

Imbal balik pasar selama masa pengamatan sebelum pandemi memiliki nilai rata rata sebesar 0.024% dengan tingkat nilai imbal balik minimal (terkecil) sebesar -3.76% dan nilai imbal balik maksimal (terbesar) 2.3%. Pada hasil deskriptif diketahui bahwa standar deviasi imbal balik pasar sebesar 0.87%. Membandingkan hasil perhitungan yang diperoleh dari kedua variabel dapat disimpulkan nilai standar deviasi pada Cross Sectional Absolute Deviation sebesar 5.09% lebih besar daripada nilai standar deviasi rata-rata imbal balik pasar sebesar 0.87%.



## Pasca Pandemi

|                    |         | Statistics   |             |
|--------------------|---------|--------------|-------------|
|                    |         | Rm,t         | CSADt       |
| N                  | Valid   | 268          | 268         |
|                    | Missing | 0            | 0           |
| Mean               |         | -.0007713872 | .0287109385 |
| Std. Error of Mean |         | .0009108233  | .0032670408 |
| Median             |         | .0000000000  | .0215068095 |
| Mode               |         | .00000000    | .00000000   |
| Std. Deviation     |         | .0149108209  | .0534837629 |
| Variance           |         | .000         | .003        |
| Range              |         | .16769359    | .86030671   |
| Minimum            |         | -.06578673   | .00000000   |
| Maximum            |         | .10190686    | .86030671   |
| Sum                |         | -.20673177   | 7.69453151  |

Cross Sectional Absolute Deviation selama masa pengamatan pasca pandemi memiliki nilai rata rata sebesar 2.87% dengan imbal balik minimal (paling kecil) sebesar 0% dengan imbal balik maksimal (terbesar) sebesar 86.03%. Standar deviasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar nilai tingkat persebaran rata-rata sekelompok data, semakin besar nilai dari standar deviasi data, maka artinya bahwa semakin besar tingkat penyebaran datanya. Diketahui bahwa standar deviasi Cross Sectional Absolute Deviation sebesar 5.34%.

Imbal balik pasar selama masa pengamatan pasca pandemi memiliki nilai rata rata sebesar -0.077% dengan tingkat nilai imbal balik minimal (terkecil) sebesar -6.58% dan nilai imbal balik maksimal (terbesar) 10.19%. Pada hasil deskriptif diketahui bahwa standar deviasi imbal balik pasar sebesar 1.49%. Membandingkan hasil perhitungan yang diperoleh dari kedua variabel dapat disimpulkan nilai standar deviasi pada Cross Sectional Absolute Deviation sebesar 5.34% lebih besar daripada nilai standar deviasi rata-rata imbal balik pasar sebesar 1.49%.

Pengujian regresi linear berganda bertujuan untuk mengukur hubungan CSAD dengan imbal balik portofolio pasar saat kondisi pasar *bearish*. Hasil perhitungan terlihat pada hasil output sebagai berikut:

### Kondisi Sebelum Pandemi

| Variabel    | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|-------------|-------------|------------|-------------|--------|
| C           | 0.02407     | 0.007935   | 0.303377    | 0.7651 |
| $R_{m,t}$   | 1.324606    | 0.54371    | 2.436236    | 0.0255 |
| $R^2_{m,t}$ | -6.590377   | 7.669311   | -0.859318   | 0.4015 |

Berdasarkan data yang diperoleh sebelum pandemi Covid-19, nilai koefisien non-linier dari variabel *Cross Sectional Absolute Deviation* terhadap return saham bernilai -6.590377 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.4015. Hasil tersebut bernilai negatif dan tidak signifikan karena nilai signifikansi lebih besar dari taraf signifikansi 0.05 sehingga menunjukkan bahwa tidak ada indikasi perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia saat terjadi volatilitas harga pasar sebelum masa pandemi Covid-19. Setelahnya dilakukan pengujian regresi pada data yang diperoleh dalam masa pandemi

Kondisi dalam Masa Pandemi

| Variabel    | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|-------------|-------------|------------|-------------|--------|
| C           | 0.003412    | 0.008763   | 0.314488    | 0.7861 |
| $R_{m,t}$   | 1.394717    | 0.58491    | 2.535246    | 0.0331 |
| $R^2_{m,t}$ | -6.943666   | 7.762988   | -0.891261   | 0.4863 |

Tabel koefisien regresi diatas menunjukkan nilai koefisien dalam persamaan regresi linier berganda. Nilai persamaan yang dipakai adalah nilai pada kolom *coefficient* sehingga diperoleh hasil model persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 (R_{m,t}^2) + \varepsilon_t$$

$$CSAD_t = 0.003412 + 1.394717 |R_{m,t}| - 6.943666 (R_{m,t}^2) + \varepsilon_t$$

Dengan keterangan sebagai berikut:

$CSAD_t$  : Cross-Sectional Absolute Deviation periode t

$\gamma_1$  : Koefisien linier antara CSAD dan imbal balik portofolio pasar

$\gamma_2$  : Koefisien non-linier antara CSAD dan imbal balik portofolio pasar

$R_{m,t}$  : Nilai imbal balik portofolio pasar periode t

Berdasarkan hasil tersebut dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

1. Nilai koefisien variabel konstan bernilai 0.003412. Nilai ini mengartikan bahwa apabila nilai return pasar bernilai nol, maka nilai dari *Cross Sectional Absolute Deviation* bernilai 0.003412%.
2. Koefisien linier dari variabel nilai *Cross Sectional Absolute Deviation* terhadap return pasar bernilai 1.394717, dengan tingkat signifikansi sebesar 0.0331. Hasil tersebut bernilai positif dan signifikan karena nilai signifikansi lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05.

3. Koefisien non-linier dari variabel *Cross Sectional Absolute Deviation* terhadap return saham bernilai -6.943666 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.4863. Hasil tersebut bernilai negatif dan tidak signifikan karena nilai signifikansi lebih besar dari taraf signifikansi 0.05 sehingga menunjukkan bahwa tidak ada indikasi perilaku *herding* pada pasar saham Indonesia saat terjadi volatilitas harga pasar dalam masa pandemi Covid-19.

### Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel-variabel bebas dapat dijelaskan oleh variabel terikatnya, Nilai koefisien determinasi ditentukan dengan nilai Adjusted R square sebagai berikut:

| Model | R        | R Square | Adj. R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|----------|----------|---------------|----------------------------|
| 1     | 0.729486 | 0.532150 | 0.542239      | 1.6133273                  |

Hasil nilai *R Square* pada tabel adalah pada saat kondisi pasar mengalami volatilitas harga dalam masa pandemi Covid-19 pada pasar saham Indonesia adalah sebesar 0.532150 atau sekitar 53.22% variasi dari variabel bebas return pasar dapat dijelaskan oleh variabel terikat *Cross-Sectional Absolute Deviation* dengan 46.88% sisanya dapat dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini.

### Pembahasan

Berdasarkan hasil dari penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa tidak terjadi perilaku *herding* pada pasar saham di Indonesia dalam masa pandemi Covid-19. Hal ini ditunjukkan dengan nilai dispersi dari *Cross-Sectional Absolute Deviation* dengan return pasar pada saat terjadi volatilitas harga dalam masa pandemi Covid-19 dengan nilai koefisien negatif dan tidak signifikan. Apabila terjadi perilaku *herding* maka seharusnya terdapat hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen yang bernilai negatif. Oleh karena itu, dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terjadi perilaku *herding* pada pasar saham di Indonesia dalam masa pandemi Covid-19.

Hal ini menjelaskan bahwa investor yang melakukan transaksi di dalam pasar saham Indonesia cenderung menerima informasi serta melakukan analisis dengan baik untuk memilih saham yang rasional karena tidak terpengaruh oleh investor lain serta tidak mengikuti *noise* yang terjadi di pasar ketika terjadi volatilitas harga. Hal ini menunjukkan bahwa para investor investasi lebih cenderung memperhatikan informasi fundamentalnya terlebih dahulu dalam mengambil keputusannya karena informasi yang dibutuhkan oleh investor yang berkaitan dengan pergerakan harga saham di pasar dapat diakses dengan baik dan valid sehingga investor menjadikannya sebagai dasar pengambilan analisis investasi. Sehingga perilaku investor cenderung tidak hanya sekedar ikut-ikutan. Perilaku investor dapat dipengaruhi oleh informasi yang diterima, reaksi berbeda akan ditunjukkan oleh

setiap investor. Iramani (2008) mengungkapkan bahwa reaksi ini akan menimbulkan perilaku yang berbeda-beda pula dalam mengambil keputusan investasi beserta risiko yang dihadapi oleh investor, ada investor yang menyukai risiko, menghindari risiko atau mengabaikan risiko tersebut. Pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dharmawan (2015) mengungkapkan bahwa ketika memiliki keterbatasan informasi, investor cenderung mengikuti gerakan investor lain dalam mengambil keputusan investasi yang pada akhirnya akan mengabaikan segala informasi miliknya dan mengikuti keputusan mayoritas (perilaku herding). Pada saat market stress, investor cenderung untuk menekan dan mengabaikan pemikiran mereka sendiri dan lebih mengikuti konsensus pasar, sehingga perilaku herding ini cenderung terjadi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yao & Tangjitprom pada tahun 2019, yang menyatakan bahwa tidak ditemukan adanya bukti signifikan dari perilaku herding di bursa saham Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, dan Thailand. Tidak adanya perilaku herding menggambarkan bahwa investor lebih berperilaku rasional dalam membuat keputusan investasi berdasarkan informasi yang tersedia di pasar daripada mengikuti konsensus pasar. Penelitian ini juga didukung oleh penelitian Pasaribu pada tahun 2017 yang menyatakan bahwa pada Saat kondisi pasar naik Pasar Modal Indonesia tidak ditemukan adanya perilaku herding.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan hasil dari penelitian yang telah dilakukan maka dapat diambil kesimpulan bahwa Tidak terdapat indikasi perilaku herding pada pasar saham Indonesia saat terjadi volatilitas harga dalam masa pandemi Covid-19 yang ditandai dengan return pasar bernilai negatif tetapi tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa selama terjadinya perubahan harga didalam pasar modal Indonesia dalam masa pandemi Covid-19 para investor di Pasar saham Indonesia cenderung bertindak rasional dalam mengambil keputusan dalam berinvestasi.

### 5.2 Saran

#### 1. Bagi Investor

Perilaku *herding* belum tentu menunjukkan tingkat imbal balik yang besar. Oleh karena itu, investor sebaiknya menggunakan dan memperdalam analisis fundamental ketika membuat keputusan investasi. Hal ini dilakukan untuk mengimbangi analisis teknikal yang sudah dilakukan. Dengan mengikuti konsensus pasar, bukanlah solusi yang tepat untuk mengurangi ketidakpastian untuk memenuhi tujuan dalam pencarian profit. Diperlukan pemahaman yang lebih bagi investor mengenai analisis teknikal dan fundamental dalam memulai investasi.

#### 2. Bagi Peneliti

Bagi peneliti diharapkan dapat menambah ilmu dan wawasan yang baru mengenai perilaku *herding* yang dapat terjadi pada pasar saham.

#### 3. Bagi Peneliti Selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya diharapkan penelitian ini dapat dimanfaatkan lebih lanjut sebagai acuan untuk penelitian lebih mendalam mengenai perilaku *herding* oleh investor dengan menggunakan data yang mencakup jumlah perusahaan yang lebih banyak dan menambah periode pengamatan agar penelitian terkait perilaku herding pada pasar saham Indonesia semakin berkembang.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adik Duwi, Aditya, Chiata, Regina, 2019 Perilaku Herding di Pasar Saham : Sebuah Literatur, *Journal of Business Management Education*, 1-4
- Alamsyah, F., & Madyan, M. (2021). Pengaruh Board Characteristics Proporsi Woman On Board Pada Kinerja Keuangan. *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 8(2). <https://doi.org/10.35794/jmbi.v8i2.34663>
- Arjoon, V., & Bhatnagar, C. S. (2017). Dynamic herding analysis in a frontier market. *Research in International Business and Finance*, 42, 496–508.
- Balcilar, M., Demirer, R., & Hammoudeh, S. (2013). Investor herds and regime-switching: Evidence from Gulf Arab stock markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23(1), 295–321.
- Bange, M. M (2000). Do the portfolios of small investors reflect positive feedback trading?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(2), 239-255
- Bansal, T. J. A. A. S. 2020. Behavioral Finance and COVID-19: Cognitive Errors that Determine the Financial Future.
- Christian Espinosa-Mendez & Jose Arias. (2020). Herding Behavior in Australian Stock Market (ASX) : Evidence on Covid-10 Effect. <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1854659>
- Ganesh, R., Gopal, N & Thriyagarajan,S. (2018). Bulk and block holders herding behavior. *South Asian Journal of Business Studies*. 7(2) 150-171
- Gujarati, D. N. 2013. *Dasar-dasar Ekonometrika, Edisi Kelima*. Mangunsong, R. C. penerjemah. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. (2019). *Aplikasi Analisis Multivariate*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Guosong Wu, Boxian Yang & Ningru Zhao (2020). *Herding Behavior in Chinese Stock Markets during Covid-19*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1855138>

- Jung, J. H., Kumar, A., Lim, S. S., & Yoo, C. Y. (2019). An analyst by any other surname: Surname favorability and market reaction to analyst forecasts. *In Journal of Accounting and Economics*.
- Kim, M. J., & Park, B.-J. (2017). A Dynamic Measure of Intentional Herd Behavior in Financial Markets A Dynamic Measure of Intentional Herd Behavior in Financial Markets
- Lee, K. (2017). Herd behavior of the overall market: Evidence based on the cross-sectional comovement of returns. *North American Journal of Economics and Finance*, 42, 266–284.
- Mohammad Al-Shboul (2012). *Asymmetric Effects and the Herd Behavior in the Australian Equity Market*. <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v7n7p121>
- Mojambo, G. A., Tulung, J. E., & Saerang, R. T. (2020). The Influence of Top Management Team (TMT) Characteristics Toward Indonesian Banks Financial Performance During the Digital Era (2014-2018). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*., 7(1).
- Pitoy, R. R., Saerang, I. S., & Tulung, J. E. (2022). Reaksi Pasar Modal Terhadap Disahkannya RUU Cipta Kerja Menjadi Undang-Undang Pada Emiten Perbankan. *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*., 9(1). <https://doi.org/10.35794/jmbi.v9i1.40783>
- Rosy Dhall and Bhanwar Singh, 2020 The Covid-19 Pandemic and Herding Behavior: Evidence from India's Stock Market, *Journal of Management Studies and Reserach*.
- Samira Allam, Mansour Abdelrhim & Mahmoud Mohamed (2020). Determinants of Herding Behavior in Thhe Time of Covid-19 : *The Case of Egyptian Stock Market Sectors*. <https://www.researchgate.net/publication/344978687>
- Soeparto, W. H. (2021). Analisis Faktor Kapabilitas Dinamis Terhadap Firm Survive. *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*., 8(3). <https://doi.org/10.35794/jmbi.v8i3.36183>
- Sugiyono. (2011). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta.
- Sumanto. (2013). *Statistik Terapan*. Jakarta: PT. Buku Seru.
- Ullah, S., & Ather, M. (2014). *Munich Personal RePEc Archive Analysis of Herd Behavior Using Quantile Regression : Evidence from Karachi Stock Exchange ( KSE )*. (55322).