

Analisis *Herding Behavior* Sebelum Dan Sesudah Penghapusan Kode *Broker* Di Bursa Efek Indonesia

Aji Wikan Cahyono¹, Robiyanto Robiyanto^{2*}, Harijono Harijono³

¹Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana
email: ajjwikan2506@gmail.com

²Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana
email: robiyanto@staff.uksw.edu

³Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana
email: harijono.harijono@uksw.edu

* *Corresponding Author*

ABSTRACT

This research was conducted to see if there was any herding behavior in stock trading in Indonesia, especially the LQ45 index constituents, which were affected by the effect of the removal of the broker code by the Indonesian Stock Exchange which began on December 6, 2021. The period used in this study was the period before the removal of the broker code, namely June 15, 2020 to December 5, 2021 and the period after the removal of the broker code, namely December 6, 2021 to June 30, 2023. The method used in this study is the approach method by Chang et al. (2000) namely CSAD (Cross Sectional Absolute Standard Deviation) to detect indications of herding behavior. The results of this study indicate that there was no herding behavior on the LQ45 trading stock index either before or after the removal of the broker code. This means that investors act rationally whether the broker code exists or not.

Keywords: *herding behavior, broker code, stock, Indonesia Stock Exchange (IDX), LQ45*

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah terdapat perilaku *herding* pada perdagangan saham di Indonesia khususnya saham yang menjadi konstituen dalam indeks LQ45 yang dihubungkan dengan pengaruh penghapusan kode *broker* oleh Bursa Efek Indonesia yang dimulai sejak 6 Desember 2021. Periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah pada masa sebelum penghapusan kode broker yakni pada 15 Juni 2020 hingga 5 Desember 2021 dan masa sesudah penghapusan kode broker pada 6 Desember 2021 hingga 30 Juni 2023. Metode yang digunakan dalam kajian ini adalah metode CSAD (*Cross Sectional Absolute Standard Deviation*) untuk mendeteksi adanya indikasi perilaku *herding*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya perilaku *herding* pada perdagangan saham indeks LQ45 baik sebelum maupun sesudah penghapusan kode broker. Artinya investor bertindak secara rasional baik dalam kondisi kode *broker* dihapuskan maupun tidak.

Kata Kunci: perilaku *herding*, kode broker, saham

1. Pendahuluan

Saham menjadi tempat investasi pilihan oleh banyak investor dikarenakan saham memberikan imbal hasil yang cukup bersaing dibanding dengan instrumen investasi lainnya (Rahman & Ernawati, 2019). Terdapat sebanyak 4 juta investor saham di pasar modal Indonesia menurut PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) pada berita pers KSEI yang ditulis pada 9 Juli 2022. Pada penghujung semester 1 tahun 2022, total *Single Investor Identification* (SID)

mencapai hingga 4.002.288, terjadi peningkatan sebesar 262,32% dari 1.104.610 di penutupan tahun 2019. Kalangan yang mendominasi sehingga terjadi peningkatan jumlah SID yaitu generasi milenial dan generasi Z dengan total sebanyak 81,64% dari keseluruhan SID pada akhir semester 1 2022. Kenaikan jumlah investor seyogyanya diiringi dengan pemahaman individu yang baik dalam merespon informasi yang tersedia guna menjadi dasar saat mengambil tindakan yang bersifat rasional.

Pengambilan keputusan investasi yang didasarkan atas pertimbangan yang baik cenderung objektif dan sesuai dengan kondisi nyata. Investor baru yang minim dengan literasi keuangan seringkali membuat keputusan tanpa analisis yang baik dan kurang rasional. Ketidakrasionalan investor dalam merespon informasi dan pengambilan keputusan memiliki potensi negatif pada pasar saham, yakni menimbulkan kepanikan dan ketidaknormalan pada kondisi pasar (Setiawan et al., 2018). Berdasarkan informasi yang dimuat di website <https://investasi.kontan.co.id/> pada 24 Februari 2021 tentang peningkatan angka SID pada pasar saham Indonesia yang tidak diikuti dengan pengetahuan dan kemampuan analisis fundamental dan teknikal yang baik memiliki potensi untuk investor baru terjebak pada harga saham atas yang terbentuk akibat euforia pasar

Kurangnya literasi keuangan yang baik oleh investor baru dapat menimbulkan keraguan dalam mengambil keputusan investasi sehingga investor akan saling mengikuti tindakan investor lain, perilaku tersebut memiliki potensi negatif pada harga saham berupa ketidakstabilan harga dan sulitnya memprediksi arah pasar sehingga pasar menjadi tidak efisien. Teori pasar efisien menegaskan bahwa informasi yang tersedia akan membentuk ekspektasi rasional terhadap harga saham di masa depan (Yao et al., 2014). Pasar dapat diartikan efisien jika terbentuknya harga-harga pasar merupakan refleksi dari semua informasi yang ada. Semakin banyaknya informasi yang dimiliki oleh investor tentu akan berpengaruh terhadap keuntungan yang lebih besar lagi. Timbulnya bias pada perilaku investor akan berdampak pada hipotesis pasar yang efisien, dimana terjadi tidak sesuai dalam menjelaskan susunan pembentukan harga aset dan proses pengambilan keputusan didominasi melalui aspek aspek psikologis pelaku. (Rahman & Ermawati, 2019).

Salah satu sifat perilaku investor yang bisa menjadi pengaruh dalam

mengambil keputusan investasi adalah perilaku *herding*. *Herding Behavior* merupakan sikap investor yang memiliki kecenderungan untuk mengikuti tindakan investor lainnya. Pada umumnya, perilaku *herding* terbentuk dengan sendirinya ketika kondisi pasar mengalami volatilitas dan tekanan yang tinggi (market stress). Perilaku *herding* bisa muncul disebabkan oleh kondisi pasar yang penuh dengan ketidakpastian dan kesenjangan informasi antar investor. Ketika pasar sedang *bullish/bearish*, ditambah dengan adanya asimetri informasi antar investor, maka fenomena perilaku *herding* di pasar modal meningkat. Di sisi lain, aspek demografi seperti usia, tingkat pendidikan dan pengalaman, bias kognitif (seperti penyesalan) dan emosi yang dialami oleh investor juga dapat memicu perilaku *herding* di pasar modal. Dalam penelitiannya, Dhal & Bhanwar (2020) menemukan bahwa selama kondisi pasar naik & turun pada periode pasca wabah Covid-19 menyebabkan terbentuknya perilaku *herding*. Periode tersebut beriringan dengan peningkatan jumlah SID yang signifikan selama masa pandemi Covid-19. Banyaknya investor baru yang memiliki literasi keuangan yang kurang baik akan mudah terpengaruh dan mengikuti perilaku investor lain dalam berinvestasi (Yehezkiel et al., 2018). Atas dasar tersebut, Bursa Efek Indonesia sebagai pihak regulator pasar modal pada tanggal 6 Desember 2021 secara resmi menghilangkan *broker code* pada *running trade* dalam sistem transaksi bursa saham Indonesia

Kode broker saham merupakan kode yang digunakan untuk mengidentifikasi perusahaan sekuritas yang telah tergabung resmi di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Investor seringkali menggunakan analisis bandarmologi untuk dijadikan dasar dalam mengambil keputusan investasi saham. Analisis Bandarmologi merupakan analisis yang bekerja dengan menggunakan informasi

yang didapatkan dari *broker summary*. Teknik ini memiliki fokus utama pada harga saham, namun juga bisa digunakan untuk melihat perkiraan kegiatan pembelian dan penjualan yang dilakukan oleh pemain besar yang ada pada bursa. Dengan dihapusnya kode broker pada sistem perdagangan saham Indonesia membuat investor tidak dapat lagi menggunakan teknik analisis bandarmologi selama jam perdagangan berlangsung sehingga potensi terjadinya *herding* dapat diminimalisir.

Diketahui bahwa penelitian-penelitian sebelumnya tentang *herding behavior* dilakukan ketika kode broker masih ditampilkan pada *running trade* selama jam perdagangan berlangsung. Belum ada penelitian yang membahas tentang perilaku *herding* pada saat kode broker telah dihapuskan. Penelitian ini melengkapi kekosongan penelitian sebelumnya, yakni melakukan analisis terkait sifat *herding behavior* pada pasar saham Indonesia sebelum dan sesudah penghilangan kode broker. Penelitian ini akan menganalisis kembali keakuratan dari model penelitian yang telah digunakan pada peneliti sebelumnya yaitu CSAD, model yang dikemukakan oleh Chang et al. (2000) dan digunakan untuk mendeteksi *herding behavior* pada pasar. Periode penelitian dilakukan pada 15 Juni 2020 hingga 30 Juni 2023 pada saham emiten terpilih dan tergabung dalam indeks LQ45.

Penelitian ini akan menganalisis keberadaan perilaku *herding* yang dipengaruhi oleh kode broker, maka perilaku *herding* yang dianalisis termasuk dalam kategori *intentional herding*. Menurut Bickhandani dan Sharman (2001), *intentional herding* merupakan perilaku investor yang dengan sadar mengikuti aktivitas investor lain. Investor yang melakukan perilaku *herding* dengan didasarkan oleh kode broker menandakan bahwa mereka dengan sadar melakukan pembelian dan penjualan saham dengan mengikuti pergerakan pemain besar atau sering disebut dengan bandar. Penelitian

ini akan memberi kontribusi dalam menggambarkan perilaku *herding* yang didasarkan pada *broker summary* dalam pasar saham Indonesia dan juga menambah wawasan dan pengetahuan serta memberikan informasi kepada peneliti dan akademisi terkait perilaku investor, lebih spesifik adalah perilaku *herding* dan dampaknya. Pertama, menguji apakah terdapat perilaku *herding* di pasar saham Indonesia sesudah penghilang kode broker baik itu menggunakan model CSSD ataupun CSAD. Kedua, menganalisis *herding behavior* melalui pemanfaatan data ringkasan broker. Terakhir, memberikan penjelasan dengan detail tentang penggunaan *broker summary* sebagai dasar dalam pengambilan keputusan guna meraih peluang keuntungan pada pasar saham Indonesia dan menjadi faktor timbulnya perilaku *herding*.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis *Herding Behavior*

Investor yang memiliki kecenderungan perilaku mengikuti tindakan investor lain ketika mengambil keputusan pembelian saham tanpa menganalisis sisi fundamental dan teknikal emiten disebut dengan perilaku *herding*. Perilaku *herding* membuat pasar yang terbentuk menjadi tidak efisien. Hal tersebut adalah bentuk tindakan yang irasional dimana pengambilan keputusan tidak berdasarkan analisis fundamental perusahaan dan informasi-informasi yang ada dengan baik melainkan mengikuti pergerakan dan tindakan investor lain. Perilaku *herding* dapat juga terjadi akibat kurangnya informasi yang tersedia sehingga investor menirukan tindakan pelaku pasar lainnya ataupun isu pasar yang sudah tercipta sebelumnya.

Perilaku *herding* bisa merusak situasi pasar yang efisien dan kemudian berpotensi untuk mengacaukan pasar atau biasa disebut *bubbles*. Ketika terjadi perilaku *herding* dan mengakibatkan harga

pasar berbeda dengan value asli perusahaan. Karena itu, hal tersebut dapat menimbulkan terjadinya *return reversal* (Choi dan Sias, 2009). Apabila perilaku *herding* terjadi, hal tersebut akan mengakibatkan tingkat penyebaran return saham menjadi menurun meskipun return portofolio pada pasar mengalami peningkatan (Chang et.al, 2000). Ada ketidaksesuaian pada pembentukan harga saham yang diakibatkan adanya bias dalam menganalisis risiko atas imbal hasil yang diharapkan akan mampu mengakibatkan harga yang ada di pasar tidak sesuai dengan fundamental perusahaan (Hwang dan Salmon, 2004). Sifat irasional ketika mengambil keputusan pembelian saham bisa menimbulkan ketidakstabilan dalam pasar saham (Bikhchandani dan Sharman, 2001).

Menurut penelitian Bickhandani dan Sharman (2001), *herding* dibedakan menjadi 2 jenis yaitu *intentional herding* dan *unintentional herding*. Perilaku investor yang dengan sadar mengikuti aktivitas investor lain disebut *intentional herding*. Dampak *intentional herding* membuat tidak efisiensinya kondisi pasar diakibatkan investor mengikuti keputusan investor yang lain tanpa memiliki dasar analisis dasar dan informasi sendiri (Fityani, 2015). Berbeda dengan *unintentional herding* dimana para investor memiliki situasi yang serupa dengan kapasitas informasi yang sama sehingga mereka membuat keputusan bersama. Pada fase ini para investor menganggap bahwa informasi yang ada merupakan pedoman untuk pengambilan keputusan investasi, akibatnya banyak investor yang memiliki kesamaan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi. Kedua klasifikasi di atas menyatakan hubungan antara ketidakpastian pasar dan ketersediaan informasi yang ada.

Broker Summary

Sebagai pengelola dan penyedia sistem jual beli saham atau *Jakarta Automated Trading System*, Bursa Efek

Indonesia menyediakan data informasi yang cukup lengkap tentang transaksi pada bursa saham Indonesia. Data informasi pasar pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diantaranya berupa *annual report* yang dijadikan sebagai dasar dalam analisis fundamental, kemudian data harga saham harian & volume transaksi yang dijadikan dasar analisis teknikal, dan terakhir adalah data *broker summary* dimana didalamnya tertera ringkasan kode broker penjual dan pembeli, jenis investor (individual dan institusi), volume transaksi, total transaksi, hingga jenis investor, yakni investor domestik dan luar negeri. Dengan data *broker summary* yang disediakan oleh BEI tersebut dapat menimbulkan terbentuknya harga saham yang digiring oleh investor yang memiliki uang yang besar dengan memiliki kekuatan pembelian ataupun penjualan dengan jumlah yang besar sehingga mampu merubah nilai saham di pasar, hal tersebut biasa disebut market maker. Analisis dengan mengikuti pergerakan pemain dengan jumlah dana besar sering disebut dengan analisis bandarmologi.

Digunakannya analisis bandarmologi mempunyai beberapa kelebihan untuk investor jika dikomparasikan dengan analisis fundamental, seperti dalam hal individu menganalisis suatu data broker summary dalam kondisi *real time*, bertolak belakang dengan analisis fundamental yang berpedoman pada kondisi keuangan serta kesehatan bisnis suatu perusahaan dimana dalam proses ini membutuhkan waktu yang lebih banyak. Bandarmologi menurut Filbert (2020) mempunyai karakteristik "*follow the giant*" yaitu mereka para investor yang berpedoman dengan analisa bandarmologi beranggapan bahwa dealer saham atau pemain utama mempunyai daya pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham. Maka mereka cenderung hanya mengikuti aktivitas para pemain besar bursa dikarenakan mempunyai pengetahuan dan strategi yang

lebih baik serta mempunyai kekuatan untuk menggerakkan harga saham

Kode broker menjadi indikator utama bagi investor yang menerapkan analisis bandarmologi. Pengambilan keputusan investasi saham dengan mengikuti pergerakan investor besar melalui kode broker atau biasa disebut *herding behavior* dapat menyebabkan terjadinya inefisiensi pasar sehingga kemudian membuat harga saham yang ada di pasar tidak sesuai dengan nilai asli fundamental perusahaan tersebut (Komalasari, 2016). Penghapusan kode broker pada 6 Desember 2021 oleh Bursa Efek Indonesia diharapkan mengurangi bahkan menghilangkan fenomena *herding behavior* pada pasar saham. Hal tersebut mungkin terwujud dikarenakan indikator utama dalam melakukan analisis bandarmologi yakni kode broker tidak lagi ditampilkan pada *running trade & broker summary*.

Pengembangan Hipotesis

Menurut teori pasar efisien, harga saham adalah cerminan dari seluruh data informasi yang tersedia di pasar, walaupun terdapat harga saham tertentu yang turun atau naik akibat kurangnya informasi yang bisa diakses oleh semua orang (Komalasari, 2016). Informasi pasar yang bisa dijadikan dasar dalam mengambil keputusan investasi saham salah satunya adalah informasi kode broker. Kode broker yang tersedia pada broker summary menjadi salah satu pemicu terjadinya perilaku *herding* (Komalasari, 2016).

Penelitian mengenai perilaku *herding* sudah terdokumentasi dengan baik pada beberapa penelitian yang telah dilakukan. Seperti munculnya perilaku *herding* menurut Rahman & Ernawati (2019), disebabkan oleh investor yang menghiraukan analisis pribadi dan informasi yang dimiliki untuk keputusan investasinya yang dianggap hal tersebut adalah berdasarkan perilaku pasar. Kemudian, Naim (2014) menemukan perilaku *herding* yang dipengaruhi oleh

tipe investor sejenis. Rahayu et al. (2019) menyatakan adanya perilaku *herding* yang dipengaruhi oleh sentimen berita negatif dan lingkungan informasi yang buruk. Namun, penelitian di atas dilakukan selama informasi kode broker masih tersedia. Sehingga penelitian ini tertarik untuk menguji kembali apakah terjadi perilaku *herding* pada perdagangan pasar saham Indonesia khususnya pasca penghapusan kode broker dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H1: Terdapat perilaku *herding* sebelum penutupan kode *broker* di pasar saham Indonesia

H2: Tidak terdapat perilaku *herding* sesudah penutupan kode *broker* di pasar saham Indonesia

3. Metode Penelitian

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang diterapkan pada penelitian ini adalah penelitian kuantitatif berupa data harga penutupan saham-saham terpilih. Data harga saham yang menjadi sampel penelitian adalah data sekunder dan bersumber dari *Yahoo Finance*. Periode penelitian dimulai dari 15 Juni 2020 hingga 30 Juni 2023. Alasan pemilihan periode tersebut adalah pada tahun tersebut merupakan masa dimana jumlah investor saham di Indonesia mengalami kenaikan dengan jumlah yang besar dan didominasi oleh investor generasi Z dan milenial. Di sisi lain, periode tersebut dipilih karena simetris atau memiliki rentang waktu yang sama antara sebelum dan sesudah penutupan kode *broker*.

Populasi dan Sampel

Sampel yang diambil dalam penelitian ini diambil dengan cara *purposive sampling* dimana sampel yang diolah adalah data harian yang merupakan harga penutupan saham terpilih yang diambil selama periode penelitian. Data saham yang menjadi sampel pada penelitian ialah 24 saham pilihan yang konsisten masuk dalam indeks LQ45 dengan kriteria saham tersebut tidak

melakukan aksi korporasi yang dapat merubah nilai nominal harga saham seperti *stock split* maupun *reverse stock split* selama jangka waktu penelitian, karena perubahan nilai nominal akan membuat data objek penelitian menjadi tidak konsisten. Informasi aksi korporasi *stock split* maupun *reverse stock split* dapat dilihat melalui aplikasi sekuritas. Saham perusahaan yang termasuk dalam klasifikasi LQ45 merupakan urutan perusahaan pasar saham teratas yang digunakan untuk menghindari bias atau *spurious estimation* dari tipe saham -saham non-unggulan, dimana tipe kelompok ini biasanya tidak terlalu mengikuti aktivitas dan dinamika keuangan secara keseluruhan (Rahman dan Ermawati, 2019). Selain itu, indeks LQ45 menjadi perwakilan lebih dari 70% total kapitalitas Bursa Efek Indonesia (BEI) dan mencakup 45 saham yang paling banyak diperdagangkan setiap harinya dalam hitungan nilai. Pada Tabel 1. dapat dilihat daftar 24 saham pilihan yang konsisten tergabung dalam indeks LQ45 & tanpa melakukan aksi korporasi seperti pemecahan harga saham maupun penggabungan harga saham selama jangka waktu penelitian.

Tabel 1.
Sampel Penelitian

NO .	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	INKP	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk
2	PTBA	PT Bukit Asam Tbk
3	TBIG	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk
4	SMGR	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
5	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk
6	ITMG	PT Indo Tambangraya Megah Tbk
7	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk
8	UNTR	PT United Tractors Tbk
9	ADRO	PT Adaro Energy Tbk
10	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero)
11	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk
12	INCO	PT Vale Indonesia Tbk
13	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero)
14	INTP	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk

15	JPFA	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
16	ASII	PT Astra International Tbk
17	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero)
18	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
19	EXCL	PT XL Axiata Tbk
20	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero)
21	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
22	TOWR	PT Sarana Menara Nusantara Tbk
23	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk
24	ICBP	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah.

Definisi Operasional

Return saham ialah keuntungan yang didapat atas suatu investasi pada instrumen terkait (Arista & Astohar, 2012). Alex & Latheef, (2017) menuliskan imbal hasil saham bisa dihitung dengan memakai rumus berikut:

$$RS_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana:

RS_{it} : *return* saham *i* pada periode *t*

P_{it} : harga saham pada periode *t*

P_{it-1} : harga saham *i* pada periode t_{-1}

Berdasarkan Chang *et al.* (2000) untuk mengidentifikasi perilaku *herding* pada pasar saham dapat menggunakan rumus *CSAD*. *CSAD* (*Cross Sectional Absolute Standard Deviation*) Suatu metode guna mendapatkan suatu indikasi aktivitas perilaku *herding* dari adanya hubungan antara tingkat penyebaran imbal hasil saham dan portofolio pasar. (Gunawan *et al.*, 2011). Berikut adalah rumus *CSAD*:

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

Keterangan

$R_{i,t}$: imbal hasil saham *i* dalam masa periode *t*

$R_{m,t}$: imbal hasil pasar yang diwakili oleh indeks LQ45 dalam periode *t*

N : jumlah sampel

Langkah berikutnya untuk menghitung dan menganalisis regresinya

dapat menggunakan persamaan sebagai berikut:

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

Dimana:

- α : intersep
- γ_1 : koefisien linier antara CSAD dan return portofolio pasar
- γ_2 : koefisien non-linier antara CSAD dan return portofolio pasar
- $R_{m,t}$: return pasar pada periode t
- ε_t : *standard error*

Berdasarkan rumus regresi di atas, kaitan antara CSAD dengan imbal hasil pada *market* bisa ditentukan oleh

hubungan yang negatif antara keduanya. Koefisien γ_2 saat menghasilkan nilai negatif dan signifikan ($\gamma_2 < 0$), menunjukkan dan mengindikasikan adanya perilaku *herding* pada pasar saham, dimana hal itu dicerminkan oleh nilai CSAD yang menurun.

4. Hasil dan Pembahasan Analisis Statistika Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, varian, maksimum dan minimum.

Tabel 2.
Statistika Deskriptif Variabel Penelitian

Sebelum Penghapusan Kode <i>Broker</i>						
<i>Variable</i>	<i>Number of Obser- vation</i>	<i>Average</i>	<i>Median</i>	<i>Maximum</i>	<i>Minimum</i>	Standar Deviasi
LOG CSAD	361	-4,2100	-4,2217	-3,2557	-4,9707	0,2873
AMR	361	0,0074	0,0058	0,0500	0,0000	0,0067
SMR	361	0,0001	0,0000	0,0025	1,07E-11	0,0002
Sesudah Penghapusan kode <i>Broker</i>						
<i>Variable</i>	<i>Number of Obser- vation</i>	<i>Average</i>	<i>Median</i>	<i>Maximum</i>	<i>Minimum</i>	Standar Deviasi
LOG CSAD	361	-4,3048	-4,3170	-3,3219	-5,0489	0,2895
AMR	361	0,0057	0,0047	0,0441	0,0000	0,0050
SMR	361	0,0000	0,0000	0,0019	5,26E-11	0,0001

Sumber: *Yahoo Finance*, diolah.

Berdasarkan hasil perhitungan statistik deskriptif pada Tabel 2. menunjukkan terdapat 361 observasi selama periode sebelum penutupan kode *broker* dan 361 selama periode sesudah penghapusan kode *broker*. Pada periode sebelum penghapusan kode *broker*, nilai *mean* dari variabel LOGCSAD adalah sebesar -4,2100, nilai *median* dari variabel LOGCSAD sebesar -4,2217, nilai *maximum* dari variabel LOGCSAD adalah sebesar -3,2557, nilai *minimum* dari variabel LOGCSAD adalah sebesar -4,9707 dan standar deviasinya (tingkat sebaran data) sebesar 0,2873. Pada variabel *absolut market return* (AMR) sebelum penghapusan kode *broker*, nilai *mean* adalah sebesar 0,007489, nilai *median* adalah sebesar 0,0058, nilai *maximum* adalah

sebesar 0,0500, nilai *minimum* adalah sebesar 0,0000 dan standar deviasinya (tingkat sebaran data) sebesar 0,0067 (di atas rata-rata), artinya *return* saham memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Pada variabel *squared market return* (SMR) periode sebelum penghapusan kode *broker*, nilai *mean* adalah sebesar 0,000101, nilai *median* adalah sebesar 0,0000, nilai *maximum* adalah sebesar 0,0025, nilai *minimum* adalah sebesar 1,07E-11 dan standar deviasinya (tingkat sebaran data) sebesar 0,0002 (diatas rata-rata), artinya *return* saham memiliki tingkat variasi data yang tinggi.

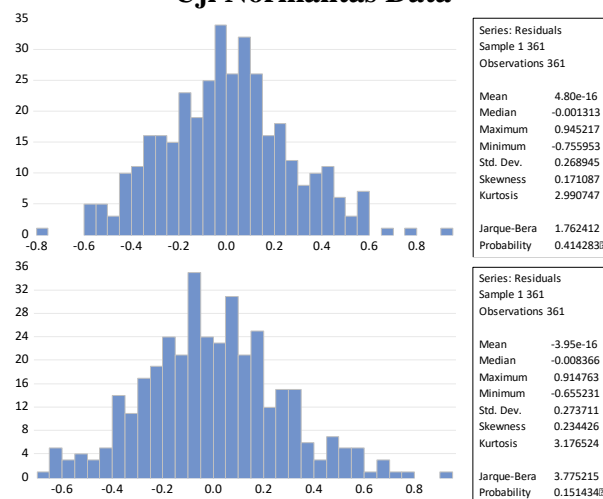
Pada periode sesudah penghapusan kode *broker*, nilai *mean* dari variabel LOGCSAD adalah sebesar -4,3048, nilai *median* dari variabel LOGCSAD sebesar -4,3170, nilai *maximum* dari variabel

LOGCSAD adalah sebesar -3,3219, nilai *minimum* dari variabel *LOGCSAD* adalah sebesar -5,0489 dan standar deviasinya (tingkat sebaran data) sebesar 0,2895. Pada variabel *absolut market return (AMR)* periode sesudah penghapusan kode *broker*, nilai *mean* adalah sebesar 0,0057, nilai *median* adalah sebesar 0,0047, nilai *maximum* adalah sebesar 0,0441, nilai *minimum* adalah sebesar 0,000007 dan standar deviasinya (tingkat sebaran data) sebesar 0,0050 (diatas rata-rata), artinya return saham memiliki tingkat variasi data yang tinggi. Pada variabel *squared market return (SMR)* periode sesudah penghapusan kode *broker*, nilai *mean* adalah sebesar 0,000058, nilai *median* adalah sebesar 0,000022, nilai *maximum* adalah sebesar 5,26E-11 dan standar deviasinya (tingkat sebaran data) sebesar 0,0001(diatas rata-rata), artinya *return* saham memiliki tingkat variasi data yang tinggi

Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi variabel dependen dan variabel independen berdistribusi normal atau tidak. Pada Gambar 1. Dapat dilihat hasil uji normalitas data.

Gambar 1.
Uji Normalitas Data



Sumber: Yahoo Finance, diolah.

Pada Gambar 1. dapat dilihat nilai *Jarque-Bera* sebelum dan sesudah penghapusan kode *broker* masing-masing adalah sebesar 1,762412 dengan probabilitas 0,414283 dan 3,775215 dengan probabilitas 0,151434. Maka dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi secara normal, karena nilai probabilitas 0,414283 dan 0,151434 lebih besar dari 0,05.

Hasil Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas dilakukan untuk dapat mengetahui apakah terdapat korelasi yang tinggi pada variabel bebas.

Tabel 3.
Hasil Uji Multikolinieritas

Sebelum Penghapusan Kode <i>Broker</i>	
Variable	Centered VIF
AMR	4,9679
SMR	4,9604
Sesudah Penghapusan Kode <i>Broker</i>	
Variable	Centered VIF
AMR	3,9988
SMR	3,9993

Sumber: Yahoo Finance, diolah.

Kesimpulan yang dapat diambil pada Tabel 3. adalah jika nilai *centered VIF* < 10 maka tidak terdapat masalah multikolinearitas, maka dapat dilihat bahwa semua nilai pada Tabel 3. bebas dari masalah multikolinearitas pada masa sebelum dan sesudah penghapusan kode *broker*.

Hasil Uji Heterokedastisitas

Uji Heteroskedastisitas memiliki tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain.

Tabel 4.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Sebelum Penghapusan Kode <i>Broker</i>			
<i>F</i> -statistic	0,6183	<i>Prob. F</i> (2,358)	0,5394
<i>Obs</i> * <i>R</i> - <i>squared</i>	1,2427	<i>Prob. Chi-Square</i> (2)	0,5372
Setelah Penghapusan Kode <i>Broker</i>			
<i>F</i> -statistic	0,6815	<i>Prob. F</i> (2,358)	0,5065
<i>Obs</i> * <i>R</i> - <i>squared</i>	1,3693	<i>Prob. Chi-Square</i> (2)	0,5043

Sumber: *Yahoo Finance*, diolah.

Kesimpulan yang dapat diambil pada Tabel 4. adalah jika nilai probabilitas *Chi-square* dari *Obs***R*-*square* > 0,05 maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Setelah memenuhi berbagai pengujian asumsi klasik seperti multikolinearitas dan heteroskedastisitas pada Tabel 4. & Tabel 5., maka estimasi model dilakukan menggunakan uji regresi dengan hasil pada Tabel 5.

Hasil Uji Regresi

Analisis regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda untuk melihat bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Tabel 5. menunjukkan hasil analisis regresi pada saat sebelum dan sesudah penutupan kode broker.

Tabel 5.
Hasil Analisis Regresi

Sebelum Penghapusan Kode <i>Broker</i>				
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t</i> - <i>Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	-4,3321	0,0267	-162,1724	0,0000
AMR	17,4866	4,7201	3,7046	0,0002
SMR	-88,6404	153,3283	-0,5781	0,5636
Setelah Penghapusan Kode <i>Broker</i>				
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t</i> - <i>Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	-4,4359	0,0275	-161,2072	0,0000
AMR	26,1219	5,7638	4,5320	0,0000
SMR	-330,0121	209,7871	-1,5730	0,1166

Sumber: *Yahoo Finance*, diolah.

Perilaku *herding* akan menyebabkan hubungan antara *CSAD* dengan *return* pasar ($R^2_{m,t}$) yang semula linear akan menjadi non-linear. Hubungan non-linear tersebut kemudian berimplikasi pada koefisien ($R^2_{m,t}$) yang negatif signifikan ($\gamma_2 < 0$) secara statistika. Koefisien γ_2 yang negatif dan signifikan tersebut ($\gamma_2 < 0$), mengindikasikan bahwa terjadi perilaku *herding* di bursa saham. Berdasarkan uji regresi yang telah

dilakukan, maka akan terlihat hubungan koefisien *CSAD* dengan *SMR* yang ditampilkan pada persamaan sebagai berikut:

$$CSAD = -4,3321 + 17,4866 AMR -88,6404 SMR + \epsilon_t$$

Terjadinya perilaku *herding* apabila koefisien *squared market return (SMR)* bernilai negatif dan signifikan (Chang *et al.*, 2000). Berdasarkan hasil penelitian ini maka menerima hipotesis *null* yang menandakan bahwa tidak terdapat hubungan non-linier antara variabel *CSAD* dengan variabel $|R_{m,t}|^2$. Hubungan linier tersebut ditandakan oleh koefisien menandakan tidak terdapat indikasi perilaku *herding* pada saham-saham yang menjadi sampel penelitian, yakni Indeks LQ45 pada masa sebelum penghapusan kode *broker*. Indikasi tidak terjadi perilaku *herding* terlihat dari koefisien *Squared Market Return (SMR)* yang bernilai negatif namun tidak signifikan pada level 0,05. Berdasarkan hasil pembahasan yang telah ditemukan, dengan demikian H1 ditolak. Pada masa sesudah penghapusan kode *broker* diperoleh persamaan koefisien *CSAD* dengan *SMR* sebagai berikut:

$$CSAD = -4,4359 + 26,1219 AMR -330,0121 SMR + \epsilon_t$$

Terjadinya perilaku *herding* apabila koefisien *squared market return (SMR)* bernilai negatif dan signifikan (Chang *et al.*, 2000). Pada hasil uji regresi di atas, nilai *SMR* menunjukkan nilai -330,0121 yang negatif namun tidak signifikan dilihat dari nilai probabilitas sebesar 0,1166. Hal tersebut menunjukkan tidak adanya indikasi perilaku *herding* yang terjadi sesudah penghapusan kode *broker*. Berdasarkan hasil pembahasan yang telah ditemukan, dengan demikian H2 diterima.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil uji regresi di atas adalah tidak terdapat indikasi perilaku *herding* baik sebelum dan sesudah penghapusan kode *broker*. Kode *broker* adalah kode perusahaan efek yang dapat digunakan investor untuk mengidentifikasi masing-masing perusahaan sekuritas sehingga investor dapat mengetahui sekuritas mana yang menjadi *top buyer* ataupun *top seller* pada saat jam perdagangan berlangsung untuk kemudian mereka ikuti pergerakannya. Kebijakan penghapusan kode

broker bertujuan untuk meningkatkan kewajaran harga saham dan juga mendorong investor untuk melakukan analisis pribadi sehingga dari hal tersebut diharapkan dapat mengurangi perilaku *herding*. Dari pembahasan yang telah dilakukan dalam penelitian ini, pendeteksian perilaku *herding* menggunakan metode *CSAD* (*Cross Sectional Absolute Standard Deviation*) didapatkan hasil *squared market return* (*SMR*) baik sebelum dan sesudah penghapusan kode *broker* bernilai negatif dan tidak signifikan. Hal tersebut menandakan tidak terdapat indikasi perilaku *herding*, dengan kata lain para investor saham bertindak secara rasional dalam melakukan jual beli saham tanpa terpengaruh dengan pergerakan dan tindakan investor lain. Hal ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Simanjuntak & Dewi (2022); Wardani (2021); Dhall, R., & Singh, B. (2020); Wijayanto *et al.*, (2011) bahwa tidak terdapat indikasi perilaku *herding* pada saham-saham yang menjadi objek penelitian. Meskipun kebijakan penghapusan kode *broker* hanya dilakukan pada saat sesi perdagangan berlangsung dan dapat diakses kembali setelah jam perdagangan selesai sehingga masih dimungkinkan untuk investor mengikuti pergerakan investor lain di hari berikutnya, namun hal tersebut tidak membuat investor terpengaruh untuk mengikuti pergerakan investor lain sehingga indikasi perilaku *herding* tidak terjadi.

5. Kesimpulan dan Saran

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perilaku *herding* pada masa sebelum maupun sesudah penghapusan kode *broker* menggunakan metode *CSAD* (*Cross Sectional Absolute Standard Deviation*). Berdasarkan hasil penelitian maka tidak ditemukan adanya perilaku *herding* pada indeks saham *LQ45* baik sebelum maupun sesudah penghapusan kode *broker*. Lebih lanjut tidak adanya indikasi perilaku *herding* menandakan bahwa berinvestasi pada indeks *LQ45* para investor bertindak secara rasional dalam kondisi kode *broker* dihapuskan maupun tidak. Penelitian ini memberikan kontribusi pengetahuan dengan membuktikan bahwa kode *broker*

tidak cukup berpengaruh bagi para investor saham dalam melakukan pengambilan keputusan berinvestasi.

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah pada periode penelitian yang cukup terbatas karena penghapusan kode *broker* oleh BEI yang belum lama dilakukan yakni pada 6 Desember 2021 sehingga penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan periode yang lebih panjang sekaligus memperluas objek penelitian yakni mengkaji pada saham di luar indeks *LQ45* untuk meningkatkan akurasi hasil penelitian ke depan. Lebih lanjut penghapusan kode *broker* oleh BEI hanya terjadi pada saat jam perdagangan saham berjalan, setelah jam perdagangan selesai kode *broker* dapat diakses kembali oleh investor. Maka penelitian selanjutnya bisa membahas terkait kecepatan investor dalam mengikuti pergerakan investor lain melalui informasi kode *broker* yang dapat diakses setelah jam perdagangan saham selesai dengan menggunakan metode yang tepat.

Saran untuk investor dalam penelitian ini adalah diharapkan lebih meningkatkan kedalaman analisisnya sebelum melakukan perdagangan saham, baik dari segi fundamental maupun teknikal. Dengan demikian, investor dapat berpikir secara rasional dan tidak terpengaruh oleh tindakan investor lain, sehingga perilaku *herding* dalam mengambil keputusan berinvestasi saham dapat dihindarkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alex, D., & Latheef, N. (2017). Accounting Information, Dividend Announcement and Ex – Dividend Effects on Stock Returns – Evidence from Indian Market. *International Journal of Economics and Management Studies*, 4(1), 1–9. <https://doi.org/10.14445/23939125/ijem-s-v4i1p101>
- Almira, N. P. A. K., & Wiagustini, N. L. P. (2020). *Return On Asset, Return on Equity, dan Earning Per Share Berpengaruh Terhadap Return Saham*. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 9(3), 1069-1088. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2020.v09.i03.p13>

- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). *An Examination of Herd Behavior In Equity Markets: An International Perspective*. *Journal of Banking & Finance*, 24(10), 1651-1679. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00096-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00096-5)
- Chris, Y., Atahau, A. D. R., & Robiyanto. (2018). *Cognitive Dissonance Bias, Overconfidence Bias dan Herding Bias Dalam Pengambilan Keputusan Investasi*. *Accounting and Financial Review*, 1(1), 17–25. <https://doi.org/10.26905/afr.v1i1.1745>
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd Around the Market? *Financial Analysts Journal*, 51(4), 31–37. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n4.1918>
- Dewan, P., & Dharni, K. (2019). *Herding Behaviour in Investment Decision Making: A Review*. *Journal of Economics, Management and Trade*, 24(2), 1–12. <https://doi.org/10.9734/jemt/2019/v24i230160>
- Dhall, R., & Singh, B. (2020). The COVID-19 Pandemic and *Herding* Behaviour: Evidence from India's Stock Market. *Millennial Asia*, 11(3), 366–390. <https://doi.org/10.1177/0976399620964635>
- Espinosa-Méndez, C., & Arias, J. (2021a). COVID-19 Effect on *Herding* Behavior in European Capital Markets. *Finance Research Letters*, 38(4), 56–63. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101787>
- Espinosa-Méndez, C., & Arias, J. (2021b). COVID-19 Effect on *Herding* Behaviour in European Capital Markets. *Finance Research Letters*, 38(5), 1–7. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101787>
- Hacioglu, U. (2019). Blockchain Economics and Financial Market Innovation Financial Innovations in the Digital Age. *International Review of Economics and Finance*, 24(6), 103–114. <https://doi.org/978-3-030-25275-5>
- Komalasari, P. T. (2016). Information Asymmetry And *Herding* Behavior. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 13(1), 70–85. <https://doi.org/10.21002/jaki.2016.04>
- Mcqueen, G., Pinegar, M. A., & Thorley, S. (1996). An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International perspective. *Journal of Banking & Finance*, 24(3), 1651–1679. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00096-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00096-5)
- Naim, A., Darmawan, I. M. D. H., & Wulandari, N. (2021). *Herding Behavior: Mengeksplorasi Sisi Analisis Broker Summary*. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 21(2), 207–226. <https://doi.org/10.25105/mraai.v21i2.9502>
- Ng, S. H., Zhuang, Z., Toh, M. Y., Ong, T. S., & Teh, B. H. (2022). Exploring *Herding* Behavior in an Innovative-Oriented Stock Market: Evidence From ChiNext. *Journal of Applied Economics*, 25(1), 523–542. <https://doi.org/10.1080/15140326.2022.2050992>
- Pandaya, Julianti, P. D., & Suprpta, I. (2020). Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap *Return* Saham. *E-Jurnal Manajemen*, 9(2), 34–41. <https://doi.org/10.37932/ja.v9i2.156>
- Rahayu, A., Putra, A., Oktaverina, C., & Ningtyas, R. A. (2019). Analisis Faktor Faktor Determinan dan Perilaku *Herding* di Pasar Saham. *IMAGE: Jurnal Riset Manajemen*, 8(2), 45–59. <https://doi.org/10.17509/image.v7i2.21018>
- Rahman, R. E., & Abstrak, E. (2019). Analisis *Herding* Behavior di Pasar Saham: Studi Kasus ASEAN-5+US. *Economic Paper*, 2(14), 20–41. <http://publication-bi.org/repec/idn/wpaper/WP062019.pdf>
- Simanjuntak, E.M, & Dewi, V. I. (2022)). Analisis Perilaku *Herding* Pada Indeks Sri-Kehati Saat Kondisi Pandemi Covid-19. *E-Journal Akuntansi*, 32(3), 762–776.

- <https://doi.org/10.24843/EJA.2022.v32.i03.p16>
- Vidal-Tomás, D., Ibáñez, A. M., & Farinós, J. E. (2019). *Herding* In The Cryptocurrency Market: CSSD and CSAD approaches. *Finance Research Letters*, 30(2), 181–186. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.09.008>
- Wardani, S.S. (2021). Analisis Perilaku *Herding* Pada Saham Lq-Indonesia. *Jurnal Ilmiah FEB*, 9(2), 3–22. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.03.002>
- Wijayanto, H., Azam Achsani, N., & Ode Abdul Rahman, L. (2011). Pendeteksian Perilaku *Herding* Pada Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik. *Indonesian Journal of Statistics and Its Applications*, 16(2), 16–23. <https://jurnal.ipb.ac.id/index.php/statistika/article/view/4918>
- Yao, J., Ma, C., & He, W. P. (2014). Investor *Herding* Behaviour of Chinese Stock Market. *International Review of Economics and Finance*, 29(1), 12–29. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.03.002>
- Soja, T. (2019). Gold in Investment Portofolio form Perspective of European Investor. *The European Journal of Applied Economics*, 16(1), 41–58. <https://doi.org/10.5937/EJAE15-19652>
- Suryani, C., & Robiyanto, R. (2021). The Formulation of a Dynamic Portfolio between Gold and Stocks on the Indonesia Stock Exchange during the COVID-19 Pandemic. *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, 17(1), 17–31. <https://doi.org/10.33830/jom.v17i1.1048.2021>
- Widarto, A. R., Muharam, H., Wahyudi, S., & Pangestuti, I. R. D. (2022). ASEAN-5 and Crypto Hedge Fund: Dynamic Portfolio Approach. *SAGE Open*, 1–9. <https://doi.org/10.1177/21582440221094612>
- Yarovaya, L., Matkovskyy, R., & Jalan, A. (2022). The COVID-19 Black Swan Crisis: Reaction and Recovery of Various Financial Markets. *Research in International Business and Finance*, 59, 1–55. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101521>