

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Pasar modal merupakan salah satu alternatif investasi yang cukup menarik dan mulai banyak diminati oleh masyarakat karena sangat mudah untuk dilakukan dan likuid. Pasar modal memperdagangkan berbagai instrumen investasi antara lain yaitu saham, obligasi, reksadana dan *derivative* (TICMI, 2016). Saham merupakan salah satu instrumen investasi yang paling banyak diminati oleh investor di pasar modal, karena dianggap mampu memberikan tingkat pengembalian yang paling tinggi dengan tingkat risiko tertentu (Bodie, Kane dan Marcus, 2021).

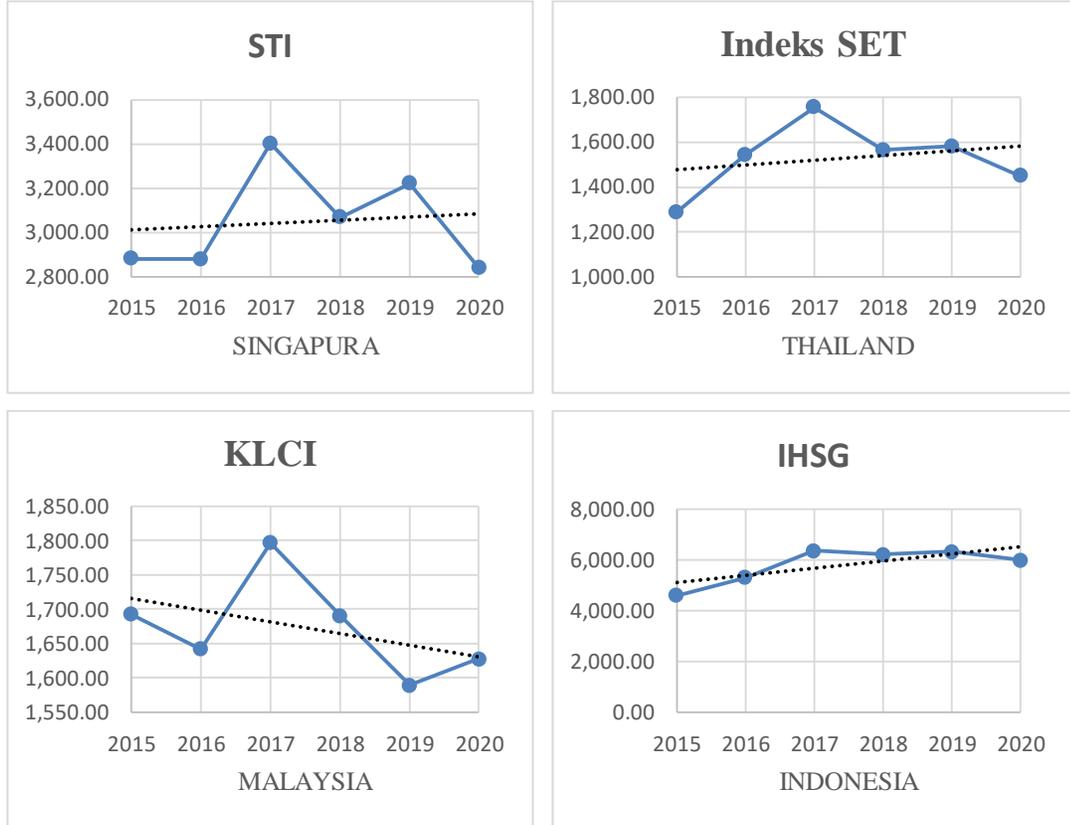
Pada pasar saham terjadi pembelian dan penjualan saham yang dilakukan oleh satu investor dengan investor lainnya melalui wakil perantara pedagang efek yang menjadi anggota bursa (TICMI, 2016). Motif utama investor melakukan transaksi saham di pasar modal adalah untuk menjual kembali saham yang telah dibeli pada harga yang lebih tinggi dalam rangka memperoleh keuntungan (Muflih, 2012). Harga saham selalu mengalami fluktuasi dari waktu ke waktu, yang disebabkan oleh pergerakan penawaran dan permintaan di pasar modal, apabila permintaan terhadap suatu saham semakin tinggi, maka harga saham tersebut akan meningkat, sebaliknya, jika penawaran lebih tinggi dan permintaan rendah, harga saham akan turun (Faur, 2013; Muflih, 2012).

Saham sering disebut sebagai aset yang memiliki risiko cukup tinggi dan lebih tinggi volatilitasnya dibandingkan dengan instrument investasi lainnya di pasar modal (Mahdzan, dkk. 2017). Pasar saham merupakan sumber pendanaan eksternal bagi perusahaan diberbagai negara di dunia untuk pengembangan bisnis. Pasar saham juga tempat bagi investor dari berbagai negara didunia untuk meraih peluang keuntungan dari sejumlah investasi yang dilakukan. Investor global tidak hanya melakukan investasi pada pasar saham di *developed market*, tetapi juga banyak yang tertarik

untuk melakukan investasi di *emerging market*, terutama pada kondisi pasar keuangan global yang masih penuh dengan ketidakpastian saat ini (Rahman & Ermawati, 2019).

Salah satu kelompok negara yang mayoritas pasar sahamnya masuk kedalam *emerging market* adalah negara-negara yang berada di kawasan Asia Tenggara yang tergabung dalam *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN). Pasar saham di negara-negara ASEAN hampir semuanya dikenal sebagai *emerging stock market*, kecuali Singapura yang sudah termasuk ke dalam *developed stock market*. ASEAN merupakan salah satu tujuan investasi yang menarik bagi para investor global selama beberapa tahun terakhir, karena dipercaya mampu memberikan tingkat pengembalian investasi yang lebih besar jika dibandingkan dengan investasi di negara-negara maju (*developed countries*), terutama saat terjadi kelebihan likuiditas pada pasar keuangan dunia.

Diantara pasar modal negara-negara ASEAN, hanya Thailand dan Indonesia yang memiliki tingkat pertumbuhan rata-rata positif yang tercermin dari fluktuasi indeks harga sahamnya selama periode 2015 – 2020, sementara Singapura dan Malaysia mengalami pertumbuhan rata-rata negatif. Pertumbuhan indeks yang positif menggambarkan pasar dalam keadaan *bullish* yang berarti pasar saham sedang mengalami tren meningkat, sementara itu pertumbuhan indeks negatif menunjukkan pasar dalam keadaan *bearish* yang berarti bahwa pasar saham sedang melemah. Berikut adalah perkembangan indeks harga saham negara-negara ASEAN (Singapura, Thailand, Malaysia, dan Indonesia) periode 2015 – 2020.



Sumber: *Bloomberg.com*, data diolah

**Gambar 1.1 Perkembangan Indeks Harga Saham 4 Negara-Negara ASEAN
Periode 2015 – 2020**

Gambar diatas menunjukkan bahwa *Singapore Trade Index* (STI) cenderung mengalami penurunan, hanya pada tahun 2017 dan 2019 yang mengalami pertumbuhan, masing-masing sebesar 18.13% dan 5.02%, yang berarti bahwa hanya pada tahun tersebut terjadi kondisi *bullish*, sedangkan pada tahun 2015, 2016, 2018 dan 2020 terjadi *bearish* di STI masing-masing sebesar 14.34%, 0.07, 9.82%, dan 11.76%. Untuk pasar saham Thailand, SET Index mengalami pertumbuhan positif pada tahun 2016, 2017 dan 2019, masing-masing sebesar 19.79%, 13.66%, dan 1.02% yang menggambarkan terjadinya kondisi *bullish*, sedangkan pada tahun 2015, 2018, dan 2020 terjadi penurunan indeks masing-masing sebesar 14%, 10.82%, dan 8.26%, yang menunjukkan kondisi *bearish*.

Sementara itu untuk pasar saham Malaysia, KLCI mengalami pertumbuhan positif pada 2017 dan 2020, masing-masing sebesar 9.45% dan 2.42% yang berarti pasar saham Malaysia dalam keadaan *bullish*, sedangkan pada tahun 2015, 2016, 2018 dan 2019 pasar saham Malaysia mengalami *bearish*, masing-masing sebesar 3.9%, 3%, 5.91%, dan 6.02%. Pasar saham Indonesia yang tercermin dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami pertumbuhan positif pada tahun 2016, 2017 dan 2019, masing-masing sebesar 15.32%, 19.99%, dan 1.7% yang berarti pasar dalam kondisi *bullish*, sedangkan pada tahun 2015, 2018 dan 2020, pasar saham Indonesia berada dalam keadaan melemah (*bearish*), masing-masing mengalami penurunan pertumbuhan sebesar 12.13%, 2.54%, dan 5.09%.

Pemahaman tentang kondisi pasar ASEAN secara umum yang tercermin dari indeks harga saham penting untuk diketahui oleh investor sebagai informasi dalam membuat keputusan investasi. Meskipun indeks harga saham yang turun belum tentu mencerminkan bahwa seluruh harga saham yang diperdagangkan turun, masih terdapat sejumlah saham yang mengalami kenaikan, begitu juga sebaliknya, indeks harga saham yang naik belum tentu mencerminkan bahwa seluruh harga saham yang diperdagangkan naik. Fluktuasi harga saham yang tercermin dari fluktuasi indeks harga saham mencerminkan tentang perilaku investor di pasar modal.

Dalam perkembangannya, terdapat dua pandangan yang berbeda dan bertolak belakang mengenai mekanisme yang mendasari perilaku investor di pasar keuangan yaitu pandangan teori keuangan tradisional tentang rasionalitas dan pasar modal efisien, serta pandangan tentang bias perilaku. Menurut konsep pasar modal efisien, pasar dikatakan efisien apabila harga seluruh sekuritas yang diperdagangkan dipasar modal telah mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Sementara menurut konsep bias perilaku yang sangat bertentangan dengan hipotesis pasar modal efisien menjelaskan bahwa pasar tidak sepenuhnya efisien, faktor-faktor psikologis lebih mendominasi investor dalam membuat keputusan investasi di pasar modal (Economou, 2020; Rahman & Ermawati, 2019; Megginson, 1997).

Krisis keuangan yang terjadi beberapa kali didunia telah menyebabkan tingginya ketidakpastian yang memunculkan beberapa anomali pasar (seperti kasus *January Effect*, *Day of the Week Effect*, *Returns over Trading* dan *Non-Trading Periods*, *Stock Return Volatility* dan fenomena internet) dan sekaligus menunjukkan bahwa asumsi pasar modal efisien sudah tidak relevan dengan kondisi yang ada. Karena bias perilaku lebih dominan, akibatnya sulit untuk memperoleh keuntungan dari alokasi asset optimal dan diversifikasi (Barberis & Thaler, 2003). Salah satu bias perilaku yang paling menonjol terutama ditengah meningkatnya ketidakpastian adalah perilaku herding.

Fenomena perilaku herding sebenarnya telah lama diteliti bahkan jauh sebelum Keynes (1936) yaitu oleh Veblen (1899) yang menjelaskan tentang pola konsumsi yang menonjol dari kelompok orang-orang yang santai, keduanya tidak menggunakan istilah herding dalam menjelaskan perilaku meniru individu dalam melakukan konsumsi (Komalasari, dkk, 2021). Istilah herding baru mulai dikenal sekitar tahun 1990 an pada saat Banerjee (1992) dan Bikhchandani, dkk. (1992) melakukan penelitian tentang perilaku herding, namun tidak khusus membahas tentang perilaku herding dipasar modal. Banerjee (1992) meneliti tentang model perilaku ikut-ikutan yang sederhana dimana setiap pengambil keputusan akan memperhatikan keputusan yang dibuat oleh pengambil keputusan sebelumnya dalam membuat keputusannya sendiri. Menurutny terdapat beberapa contoh perilaku herding yang sering terjadi ditengah masyarakat seperti keputusan untuk memilih restoran seringkali dipengaruhi oleh banyaknya pengunjung restoran tersebut, keputusan memilih sekolah seringkali ditentukan oleh tingkat kepopuleran sekolah tersebut.

Perilaku herding dipasar modal diidentifikasi sebagai kecenderungan perilaku investor untuk mengikuti keputusan investor lain dalam membuat keputusan investasi. Perilaku herding menggambarkan keterkaitan interaksi antar investor (Chiang dan Zheng, 2010). Perilaku herding umumnya didefinisikan mencakup kesamaan perilaku yang disebabkan adanya interaksi langsung atau tidak langsung antar individu (Nakagawa et. al., 2012). Litimi et.al. (2016) mengemukakan bahwa

Gusni, 2023

ANALISIS PERILAKU HERDING PADA PASAR MODAL: STUDI EMPIRIS DI NEGARA-NEGARA ASEAN
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

herding dapat dijelaskan sebagai perilaku heuristic, karena pada saat kondisi yang tidak pasti dan kompleks, investor mengikuti investor lain dengan asumsi investor lain mempunyai informasi yang lebih baik dipasar saham yang kualitas informasinya rendah.

Perilaku herding dapat dibedakan atas dua yaitu pertama, perilaku herding yang disengaja (*intentional herding*) adalah investor yang dengan sengaja mengikuti investor lain dalam membuat keputusan investasi dengan tujuan selalu mengharapkan *payoff* yang positif. Kedua yaitu perilaku herding palsu/*spurious herding* yaitu herding terjadi akibat tanggapan investor yang berkorelasi terhadap faktor-faktor yang biasanya investor hadapi, misalnya penggunaan alat dan teknik analisis yang relatif sama, ketersediaan dan interpretasi terhadap informasi yang dapat mengakibatkan keputusan investasi yang tidak disengaja berkorelasi (Teh dan De Bondt, 1997), adanya kesamaan karakteristik atau gaya investasi (Bennett et al., 2003; Gavriilidis et. al., 2013). Pada *intentional herding*, *payoff* yang diperoleh investor dapat berupa informasi, kondisi ini terjadi karena investor menganggap bahwa informasi dari orang lain atau rekan-rekan mereka lebih baik dari pada informasi yang mereka dapatkan sendiri (Devenow dan Welch, 1996).

Perilaku *intentional herding* dapat dibagi menjadi dua yaitu perilaku herding rasional dan tidak rasional. Pada perilaku herding yang rasional, investor kemungkinan tidak mempunyai informasi dan pengetahuan yang sempurna tentang kondisi pasar yang sesungguhnya dalam membuat keputusan investasi, sehingga mereka lebih percaya dengan sinyal yang lebih informatif dipasar dan mengikutinya dalam membuat keputusan investasi (Alevy et al., 2007; Baddeley, Burke, Schultz, & Tobler, 2012). Rasionalitas dalam perilaku herding dikaitkan dengan aspek eksternalitas terkait dengan akses terhadap informasi atau masalah insentif yang dapat menyebabkan tidak optimalnya pengambilan keputusan investasi oleh investor (Javaira & Hassan, 2015). Sejumlah alasan yang menyebabkan perilaku herding rasional dipasar antara lain yaitu *informational cascades*, kompensasi berdasarkan herding dan reputasi berdasarkan herding.

Gusni, 2023

ANALISIS PERILAKU HERDING PADA PASAR MODAL: STUDI EMPIRIS DI NEGARA-NEGARA ASEAN
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Perilaku herding rasional yang timbul dari kaskade informasi sebagaimana dijelaskan oleh Banerjee (1992) dan Bikhchandani, dkk. (1992) menurut sejumlah ahli tidak menimbulkan perilaku herding. Avery dan Zemsky (1998) menemukan bahwa perilaku herding dalam bentuk *informational cascades* tidak mungkin terjadi apabila struktur informasi sederhana dan mekanisme harga diasumsikan. Perilaku herding mungkin terjadi apabila struktur informasi yang terjadi rumit, sehingga perilaku herding dapat mempengaruhi harga aset ketika pasar dalam kondisi tidak pasti, baik untuk nilai aset maupun informasi dari rata-rata trader.

Cipriani dan Guarino (2005) mencoba mempelajari perilaku herding dipasar keuangan dan hasilnya mendukung penelitian Avery dan Zemsky (1998). Mereka menemukan bahwa perilaku herding jarang terjadi pada kondisi perdagangan untuk alasan informasional dalam pasar yang tanpa gesekan. Drehmann et al. (2005) menguji kaskade informasi di pasar keuangan dan menemukan bahwa perilaku herding dalam bentuk ini tidak mungkin terjadi dengan adanya harga pasar yang fleksibel. Perilaku herding yang disebabkan oleh kompensasi yang diperoleh investor dibuktikan oleh Hedesström et. al., (2015); Gumbel (2005), sementara perilaku herding yang terjadi karena reputasi manajer disebabkan oleh kurangnya pengetahuan dan kemampuan manajer dibuktikan oleh Graham (1999) dan Casavecchia (2016).

Perilaku herding tidak rasional atau *irrational herding* atau sering juga disebut sebagai herding berbasis non-informasional merupakan perilaku bias herding yang dapat menimbulkan fenomena gelembung dan perilaku meniru. Perilaku herding tidak rasional ini terjadi sebagai akibat dari dorongan dan pengekangan psikologis seperti tekanan dari lingkaran sosial dan atau kebiasaan sosial (Spyrou, 2013). Keynes (1936) mengemukakan bahwa investor dapat dipengaruhi oleh faktor sosiologis yang merangsang pelaku pasar untuk meniru tindakan orang lain pada kondisi yang penuh ketidakpastian.

Para ahli juga dapat melakukan perilaku herding yang disebabkan oleh kelangkaan informasi, informasi asimetri dan penggunaan aturan heuristik umum

(Baddeley et. al., 2004). Perilaku herding tidak rasional ini menyebabkan pasar menjadi tidak efisien, harga aset tidak sesuai dengan nilai fundamentalnya, sehingga mengakibatkan terjadinya kesalahan dalam penetapan harga aset (Hwang dan Salmon, 2004; Spyrou, 2013). Avery dan Zemsky (1998) menjelaskan bahwa faktor psikologi dan sentimen investor lebih menonjol dari pada rasionalitas yang berpengaruh terhadap perilaku perdagangan yang mengarah pada fenomena herding.

Penelitian tentang perilaku herding telah dimulai sejak tahun 1890-an yang dipelopori oleh Le Bon (1895) dan Veblen (1899). Le Bon (1895) telah menjelaskan tentang bahaya dan risiko sosiopolitik yang terjadi sebagai akibat dari perilaku herding manusia. Sementara Veblen (1899) menjelaskan perilaku herding manusia dari sisi kelas sosial yang berbeda terkait dengan perilaku konsumsi mereka. Setelah Le Bon dan Veblen, pada tahun 1936, Keynes mencoba menjelaskan perilaku herding dengan mengemukakan tentang irasionalitas keterkaitan pasar dengan herding dan dia tidak yakin investor akan mampu melawan tren pasar yang berarti bahwa telah ada perilaku herding di pasar.

Pada tahun 1950, Leibenstein juga melakukan penelitian tentang herding dengan mengadopsi ide pemikiran Veblen (1899) tentang konsumsi massal dan mengembangkan teori pengaruh *bandwagon*, dan dia menjelaskan bahwa manusia cenderung mengikuti apa yang dilakukan atau dipikirkan oleh orang lain, meskipun sebagai individu mereka memiliki pemikiran yang berbeda (Cueni & Frey, 2012). Asch (1952) juga melakukan penelitian tentang dampak lingkungan sosial individu pada perilaku pengambilan keputusannya dan menemukan bahwa dalam suatu kelompok, individu seringkali tidak memperdulikan sinyal pribadi mereka dan lebih mengandalkan pendapat kelompok (Campenhout dan Veshestraeten, 2010).

Teori perilaku herding mulai dikenal luas secara akademis sejak tahun 1990-an yang diprakarsai oleh penelitian Banerjee (1992) dan Bikhchandani, dkk. (1992), namun pembahasan perilaku herding dalam penelitian mereka tidak secara khusus membahas tentang perilaku herding di pasar modal (Komalasari, dkk, 2021).

Penelitian tentang perilaku herding dipasar modal secara umum dapat dikelompokkan menjadi dua kategori utama yaitu pertama, penelitian yang menggunakan data mikro atau data kepemilikan dan menyelidiki apakah jenis investor tertentu memiliki perilaku herding (Spyrou, 2013). Penelitian yang menggunakan data mikro antara lain yaitu:

- 1) Penelitian terhadap investor individual yang jumlahnya masih terbatas (Nofsinger & Sias, 1999; Feng & Seasholes, 2004; Dorn, Huberman, & Sengmueller, 2008; Barber, Odean, & Zhu 2009; Venezia, Nashikkar, dan Shapira, 2011; Merli & Roger, 2013)
- 2) Penelitian terhadap investor institutional (DeLong, Shleifer, Summers, & Waldmann, 1990; Badrinath et al., 1995; Falkenstein, 1996; Wermers, 1999; Gompers & Metrick, 2001; Lin & Swanson, 2003; Sias, 2004; Kim & Nofsinger, 2005; Lin, Huang, & Chen, 2007; Choi dan Sias, 2009; Dasgupta et al., 2011; Lu et. al., 2012; Koch, 2014; Choi & Skiba, 2015).
- 3) Penelitian terhadap investor *mutual fund* (Lakonishok, Shleifer, dan Vishny, 1992; Grinblatt, et al., 1995; Wermers, 1999; Choe, Kho, dan Stulz, 1999; Borensztein & Gelos, 2003; Wylie, 2005; Lin, et., al., 2007; Huang et. al., 2010; Liao et. al., 2011; Miceli, 2013; Fang, Shen, dan Lee, 2017).

Kedua, penelitian yang menggunakan harga agregat dan data aktivitas pasar untuk menyelidiki tentang perilaku herding dipasar secara menyeluruh (Christie dan Huang, 1995; Chang et. al., 2000; Hwang dan Salmon, 2004; Gleason, et. al., 2004; Caparrelli et. al., 2004; Henker et. al., 2006; Demirer dan Kutun, 2006; Tan, et. al., 2008; Das et. al., 2008; Cipriani dan Guarino, 2009; Tessaromatis dan Thomas, 2009; Chiang dan Zheng, 2010; Economou et. al., 2011; Chen, 2013; Celik, 2013; Philippas et. al., 2013; Poshakwale dan Mandal, 2014; Balcilar, 2014; Sharma et. al., 2015; Gavriilidis et. al., 2016; Dang dan Lin, 2016; Huang dan Wang, 2017; Fang et. al., 2017; Rompotis, 2018; Economou et. al., 2018; Kabir dan Shakur, 2018; Can dan Dizdarlar, 2019; Aslam, et. al., 2021).

Perilaku herding dipasar modal merupakan fenomena yang biasa terjadi, baik dikalangan investor individu, institusional, maupun *mutual fund* dan dikatakan sebagai penyebab utama terjadinya ketidakstabilan pasar dan volatilitas pasar (Deng, dkk., 2018; Spyrou, 2013; Lakonishok et. al., 1992). Herding yang terjadi, sering dianggap meluas, meskipun bukti empirisnya masih sangat jarang (Welch, 2000). Sejumlah ahli percaya bahwa fenomena herding umum terjadi di banyak pasar modal (Deng, et. al., 2018) baik di *developed capital market* maupun *emerging capital market*, baik pada negara dengan *high income* maupun *low income*, baik pada saat krisis maupun non krisis atau kondisi normal, meskipun pada kondisi normal herding tidak terjadi pada semua pasar modal.

Penelitian perilaku herding di *developed capital market* dimulai oleh Christie dan Huang pada tahun 1995 dengan melakukan penelitian pada pasar saham Amerika Serikat selama periode 1962 – 1988, menggunakan harga penutupan saham harian dan bulanan perusahaan yang tercatat di New York Stock Exchange dan Amex Stock Exchange. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku herding tidak terjadi di pasar saham Amerika, baik pada saat pergerakan harga saham di pasar sedang naik maupun turun atau pada saat pasar stress. Chang et. al. (2000) meneliti perilaku herding dipasar saham Amerika Serikat, Hong Kong, Jepang, dan hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding terdeteksi terjadi di pasar saham Amerika Serikat, Jepang, dan Hong Kong hanya pada saat kondisi pasar dalam keadaan stress atau pergerakan harga ekstrim, sedangkan pada kondisi biasa tidak terdeteksi.

Hwang & Salmon (2004) melakukan penelitian herding di Amerika Serikat dan menemukan bahwa perilaku herding terjadi pada saat pasar stress, baik pada saat pasar naik maupun turun, krisis Asia, khususnya krisis Rusia mengurangi perilaku herding. Gleason et. al. (2004) juga melakukan penelitian perilaku herding di pasar modal Amerika Serikat pada kondisi pasar ekstrim dan hasilnya tidak menemukan perilaku herding. Henker, et. al. (2006), melakukan penelitian herding di pasar saham Australia, dan menemukan bahwa tidak terjadi perilaku herding disana.

Chiang dan Zheng (2010), melakukan penelitian herding pada 7 negara yang masuk kedalam *developed stock market* (Australia, Prancis, Jerman, Hongkong, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat), hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku herding terjadi hampir di semua *developed stock market*, kecuali pasar saham Amerika Serikat, dimana perilaku herding hanya terjadi pada saat pasar stress. Economou et. al. (2011) melakukan penelitian di Portugal dan Spanyol, menemukan bahwa perilaku herding hanya terjadi dipasar modal Portugal pada periode 1998 – 2008, perilaku herding terlihat lebih intens pada saat krisis keuangan tahun 2007 – 2008. Celik (2013) melakukan penelitian tentang perilaku herding di negara maju yang memiliki *high income* (Amerika Serikat, Inggris, Jerman, Prancis, Belanda, Austria, dan Hong Kong), dan hasilnya menunjukkan tidak terdapat perilaku herding di negara-negara tersebut.

Liu (2013) menemukan bahwa perilaku herding sangat kuat terjadi di pasar modal Singapura selama periode krisis keuangan dan juga pada saat pasar dalam kondisi *bullish* dan *bearish*. Noviliya & Prasetyono (2017) melakukan penelitian di pasar saham Singapura dan menemukan bahwa tidak terdeteksi perilaku herding dipasar modal Singapura. Kabir dan Shakur (2018) melakukan penelitian pada pasar saham Singapura dan menemukan bahwa tidak terdeteksi perilaku herding baik pada kondisi pasar naik atau turun.

Economou, Hassapis dan Philippas (2018) menguji pasar modal Amerika Serikat, Inggris, & Jerman, dan hasilnya menunjukkan bahwa pada periode penelitian tidak terdeteksi adanya perilaku herding, perilaku herding hanya terjadi pada saat krisis di Inggris karena faktor ketakutan. Rahman & Ermawati (2019) melakukan penelitian di Amerika Serikat dan Singapura, menemukan bahwa perilaku herding terjadi dikedua negara tersebut. Ramadhansyah, dkk. (2020) menemukan bahwa perilaku herding tidak terdeteksi di pasar saham Singapura. Berdasarkan hasil-hasil penelitian diatas dapat disimpulkan bahwa perilaku herding di negara-negara maju cenderung terjadi pada saat krisis atau *market stress*, meskipun hasilnya masih

beragam, sementara pada saat normal hasilnya bermacam-macam atau tidak konsisten.

Selain dinegara-negara *developed capital market*, penelitian tentang perilaku herding juga banyak dilakukan dinegara-negara *emerging capital market* yang terdapat di Amerika Latin, Afrika dan Asia. Penelitian tentang perilaku herding di pasar saham Amerika Latin (Argentina, Brazil, Chili, Meksiko) dilakukan oleh Chiang dan Zheng (2010) periode 1988 – 2009, dan hasilnya tidak ditemukan perilaku herding dinegara-negara tersebut, perilaku herding hanya terdeteksi pada saat kondisi pasar *stress*. Almeida et. al. (2012) juga melakukan penelitian pada negara-negara yang sama di Amerika Latin dan menemukan bahwa perilaku herding hanya terdeteksi pada pasar saham Chili. Pengaruh herding asimetris ditemukan dipasar saham Argentina, Chili, dan Meksiko.

Celik (2013) melakukan penelitian tentang perilaku herding di negara Argentina, Brazil, dan Meksiko, hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding tidak terdeteksi. Hasil pendekatan analisis Regresi Cantilever, terdeteksi perilaku herding hanya dipasar saham Meksiko. Kabir dan Shakur (2018) melakukan penelitian pada negara Argentina, Brazil, Chili, dan Meksiko, hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding hanya terdeteksi pada pasar saham Chili dan Meksiko. Berdasarkan penelitian di negara-negara Amerika Latin, hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding cenderung terdapat pada negara Chili dan Meksiko, namun hasilnya masih beragam. Perilaku herding cenderung terjadi pada semua negara di saat pasar dalam keadaan *stress*, sebagaimana juga terjadi pada negara *developed capital market*, meskipun tidak terdeteksi pada semua negara.

Penelitian tentang perilaku herding juga terdapat di negara Afrika, namun jumlah penelitiannya masih terbatas, hanya terdapat sedikit penelitian di pasar modal dan hanya fokus pada negara Afrika Selatan (Gilmour dan Smit, 2002; Niyitegeka and Tewari, 2015). Awaar, Boamah dan Akotey (2020) melakukan penelitian terhadap sejumlah negara yang terdapat di Afrika (Afrika Selatan, Mesir, Maroko, Kenya dan

Nigeria), hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding terdeteksi diseluruh pasar modal yang terdapat di kawasan Afrika. Level perilaku herding terendah terdapat di Afrika Selatan.

Selain kedua kawasan tersebut diatas, penelitian tentang perilaku herding juga sering dilakukan oleh para ahli di negara-negara yang terdapat di kawasan Asia. Chang et. al. (2000) meneliti perilaku herding dipasar saham Korea Selatan dan Taiwan menggunakan data harga saham harian dan indeks pasar. Hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding terdapat dikedua negara tersebut, baik pada saat pasar naik atau turun, maupun pada saat pasar dalam keadaan *stress*. Chen, Rui dan Xu (2003) melakukan penelitian perilaku herding di China menggunakan Indeks Shanghai dan Shenzhen, hasil penelitian menunjukkan terdapat perilaku herding untuk saham Shanghai dan Shenzhen B selama pasar dalam keadaan stress, namun tidak terjadi pada saham Shanghai dan Shenzhen A.

Demirer dan Kutan (2006) melakukan penelitian yang sama dipasar saham China dan tidak menemukan adanya perilaku herding. Tan et. al. (2008) juga melakukan penelitian yang sama di pasar saham Shanghai dan Shenzhen, dan hasilnya menunjukkan terjadinya perilaku herding, baik pada saat pasar naik maupun turun. Hwang & Salmon (2004) meneliti perilaku herding di Korea Selatan dan menemukan bahwa perilaku herding terjadi terutama pada saat pasar dalam keadaan stress, baik pada saat pasar *bearish* maupun *bullish*. Krisis Asia, khususnya krisis Rusia merupakan titik balik perilaku herding yang membantu pasar kembali ke kondisi keseimbangan. Chiang dan Zheng (2010) melakukan penelitian perilaku herding pada 6 negara Asia yaitu China, Korea Selatan, Indonesia, Malaysia, Taiwan dan Thailand, hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding ditemukan pada semua pasar, baik pada saat pasar dalam kondisi naik dan turun. Bukti memperlihatkan bahwa krisis mendorong terjadinya herding di negara asal terjadinya krisis dan memberikan efek penularan terhadap negara-negara tetangga.

Penelitian lainnya dinegara Asia dilakukan oleh Javaira dan Hassan (2015) di pasar modal Pakistan, hasilnya menunjukkan bahwa perilaku herding tidak ditemukan selama periode 2002– 2007, perilaku herding ditemukan hanya pada saat krisis likuiditas yang terjadi pada tahun 2005 akibat terjadinya asimetri informasi. Celik (2013), melakukan penelitian herding di negara Malaysia dan tidak menemukan adanya perilaku herding. Bhaduri & Mahapatra (2013) menguji perilaku herding dipasar modal India dan menemukan bahwa perilaku herding terjadi selama periode penelitian dan yang paling parah adalah saat terjadinya krisis. Huang & Wang (2017) melakukan penelitian dipasar modal Taiwan dan menemukan adanya perilaku herding periode 2007-2008 saat terjadinya krisis yang didorong oleh ketakutan investor. Noviliya dan Prasetiono (2017) menemukan adanya perilaku herding dinegara China dan Indonesia.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian tentang perilaku herding di negara-negara *emerging capital market* dapat disimpulkan bahwa perilaku herding tidak terdeteksi pada semua negara dan cenderung terjadi pada saat pasar dalam keadaan stress yang diakibatkan oleh krisis. Perilaku herding umum ditemukan di Negara Asia dan Afrika dibandingkan Amerika Latin. Secara keseluruhan hasil penelitian dari berbagai ahli masih beragam dan tidak konsisten yang dapat disebabkan oleh perbedaan penggunaan periode waktu penelitian, metode dan variabel penelitian. Dari keseluruhan penelitian, kebanyakan menggunakan pendekatan Christie dan Huang (1995) dan Chang et. al. (2000), sebagaimana juga akan digunakan dalam penelitian ini. Apabila kita bandingkan antara pasar modal di negara-negara *developed capital market* dan *emerging capital market*, terdapat pendapat bahwa perilaku herding lebih banyak terjadi negara *emerging capital market* dibandingkan dengan *developed capital market* (Christie dan Huang. 1995; Chang et. al., 2000), namun sebaliknya ada juga peneliti yang mengatakan bahwa perilaku herding lebih banyak terjadi pada *developed capital market* jika dibandingkan *emerging capital market* (Celik, 2013)

Mengacu pada penjelasan diatas, salah satu pasar modal yang terdapat di Asia yang tergabung dalam *Association of Southeast Asian Nations* (ASEAN) atau

Gusni, 2023

ANALISIS PERILAKU HERDING PADA PASAR MODAL: STUDI EMPIRIS DI NEGARA-NEGARA ASEAN
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Perhimpunan Bangsa-Bangsa Asia Tenggara sangat menarik untuk diteliti mengingat masih terbatasnya penelitian perilaku herding di pasar modal ASEAN dan sebagian besar negaranya masih berada pada *emerging capital market*, hanya negara Singapura yang sudah tergabung dalam *developed capital market*. Hasil penelitian tentang perilaku herding di negara-negara ASEAN masih beragam dan tidak konsisten.

Gunawan, dkk. (2011) menguji perilaku herding di pasar modal Indonesia dan menemukan terdapatnya perilaku herding hanya pada saat kondisi pasar berada dalam ketidakpastian yang tinggi (*market stress*), sementara di kondisi normal cenderung berperilaku rasional. Brahmama, Hooy dan Ahmad (2012) melakukan penelitian perilaku herding di pasar modal Malaysia menggunakan pendekatan Christie dan Huang (1995) dan French's (1980) dan menemukan bahwa perilaku herding merupakan penentu terjadinya irasionalitas investor pada hari Senin, sementara pada hari lain perdagangan tidak ditemukan dan hanya terjadi pada industri dengan kapitalisasi pasar yang kecil.

Liu (2013) menemukan bahwa perilaku herding sangat kuat terjadi di pasar modal Singapura selama periode krisis keuangan dan juga pada saat pasar dalam kondisi naik dan turun. Bui, Nguyen dan Nguyen (2015) melakukan penelitian terhadap perilaku herding di Indonesia, Philipina, Malaysia, & Vietnam, dan menemukan bahwa perilaku herding terjadi di pasar modal Indonesia, Malaysia, & Vietnam pada saat pasar dalam kondisi naik, sementara pada saat pasar dalam kondisi turun, perilaku herding hanya terdeteksi di Malaysia dan pada saat pre krisis serta krisis ekonomi, perilaku herding sangat kuat ditemukan di pasar modal Indonesia dan Malaysia. Selanjutnya, hasil penelitian Noviliya & Prasetiono (2017) menemukan bahwa hanya di pasar modal Indonesia terdapat perilaku herding, sedangkan di pasar modal Singapura tidak terdeteksi adanya perilaku herding.

Kabir dan Shakur (2018) melakukan penelitian perilaku herding dipasar modal Malaysia, Singapura dan Thailand, hasilnya menunjukkan bahwa hanya di pasar modal Thailand terdeteksi perilaku herding baik pada saat pasar naik atau turun.

Rahman & Ermawati (2019) menemukan bahwa perilaku herding terjadi dipasar modal Singapura, Thailand, Malaysia, Filipina, dan Indonesia, terutama disebabkan oleh *Fed Fund Rate* dan *cross country herding*. Jirasakuldech & Emekter (2020) melakukan penelitian perilaku herding di pasar modal Thailand, menemukan adanya perilaku herding selama pergerakan pasar ekstrim dan kondisi tidak stabil.

Hasil penelitian berbeda dikemukakan oleh Nimanussornkul & Nimanussornkul (2021) dipasar modal Thailand, dan mereka tidak menemukan adanya perilaku herding baik pada saat pasar mengalami tren penurunan maupun peningkatan. Muharam, dkk. (2021) menguji perilaku herding di negara Indonesia, Malaysia, Philipina, Singapura dan Thailand, dan hasilnya menunjukkan adanya perilaku herding di Malaysia dan Philipina, sementara di Indonesia, Singapura dan Thailand tidak ditemukan selama periode 2008 – 2014. Hasil penelitian lainnya menunjukkan bahwa tidak terdeteksi adanya perilaku herding baik di Indonesia, Malaysia, maupun Singapura (Ramadhansyah, dkk., 2020; Ah Mand, dkk., 2021).

Berdasarkan hasil-hasil penelitian diatas dapat kita simpulkan bahwa perilaku herding cenderung terjadi di negara-negara ASEAN terutama pada saat kondisi pasar tidak stabil dan stress, meskipun secara keseluruhan hasilnya masih beragam dan tidak konklusif. Menyikapi hasil penelitian yang tidak konsisten ini, maka masih perlu dilakukan penelitian lebih lanjut sebagaimana dikemukakan oleh Cipriani dan Guarino (2005) yang mengatakan bahwa teori yang ada belum menjelaskan secara lengkap tentang perilaku herding di pasar modal.

Pada umumnya perilaku herding lebih banyak terjadi pada saat pasar dalam keadaan *stress*, yang salah satunya dipicu oleh krisis sesuai dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya diberbagai negara sebagaimana sudah dijelaskan diatas, meskipun tidak berlaku untuk semua pasar modal. Karena krisis pada umumnya mendorong munculnya ketakutan pada investor yang membuat mereka melakukan perilaku herding. Bagaimana dengan perilaku herding pada saat krisis ekonomi dan keuangan yang melanda dunia dan diperparah dengan Pandemi Covid 19 yang mulai

terjadi pada akhir tahun 2019 dan mencapai puncaknya pada tahun 2020 yang lalu? Penelitian tentang perilaku herding pada saat terjadinya krisis ekonomi dan keuangan yang diperparah dengan Pandemi Covid 19 jumlahnya masih terbatas, mengingat pandemi covid 19 belum dinyatakan benar-benar sudah berakhir pada saat ini, bahkan belum ada penelitian yang khusus membahas tentang perilaku herding di negara-negara ASEAN saat pandemi Covid 19.

Penelitian perilaku herding di era pandemi Covid 19 baru dilakukan di beberapa negara, seperti penelitian Fang, et. al. (2021) yang menguji perilaku herding pada pasar saham Eropa Timur (Rusia, Polandia, Republik Ceko, Hongaria, Kroasia, dan Slovenia) dari Januari 2010 – Maret 2021, dan hasilnya menunjukkan bahwa krisis Covid 19 meningkatkan perilaku herding pada semua pasar modal. Perilaku herding juga disebabkan oleh pengaruh global dan perilaku herding dikawasan Eropa. Selanjutnya Dhall & Singh (2020) melakukan penelitian perilaku herding dipasar saham India pada saat sebelum dan sesudah serangan virus corona 2019, dan hasilnya menunjukkan bahwa sebelum terjadinya pandemi Covid 19 dan selama periode penuh penelitian tidak terdeteksi adanya perilaku herding, namun setelah terjadinya Covid 19 (1 Januari – Juni 2020) terdeteksi adanya perilaku herding.

Chang, McAleer dan Wang (2020) melakukan penelitian perilaku herding pada saham energi di Amerika Serikat, Eropa dan Asia saat terjadinya Covid 19, dan hasil penelitiannya menunjukkan bahwa selama krisis keuangan global, perilaku herding terdeteksi pada saat tingkat pengembalian minyak sangat rendah yang didorong oleh kepanikan investor. Espinosa-Méndez & Arias (2021) melakukan penelitian perilaku herding saat Covid 19 di pasar saham Australia, dan hasilnya memperlihatkan bahwa pandemic Covid 19 mendorong semakin meningkatnya perilaku herding. Selanjutnya Elshqirat (2021) melakukan studi pengaruh Covid 19 terhadap perilaku herding di Pasar Modal Yordania dan hasilnya memberikan gambaran bahwa pandemi Covid 19 tidak berpengaruh terhadap perilaku herding baik pada level pasar maupun industri.

Aslam, et. al. (2021) menguji perilaku herding selama Covid 19 di Pasar modal Asia (Cina, India dan Jepang) dan Eropa (Inggris, Prancis dan Spanyol), periode Januari - Desember 2020. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa Covid 19 menyebabkan kecemasan dan ketakutan dikalangan investor Asia dan Eropa yang mendorong mereka berperilaku herding. Ferreruela dan Mallor (2021) meneliti perilaku herding di pasar modal Eropa Selatan (Spanyol dan Portugal), dan hasilnya menunjukkan bahwa herding terdapat di kedua pasar tersebut.

Penelitian perilaku herding pada saat pandemi Covid 19 juga terdapat pada tahun 2022 ini antara lain yaitu Aldeki (2022) di pasar modal Amman; Sadewo & Cahyaningdyah (2022) di pasar modal Indonesia; dan Jiang, Wen & Cui (2022) di pasar saham utama Asia Timur dan Asia Tenggara (Singapura, Taiwan, Hong Kong, Cina Daratan, Jepang dan Korea Selatan), dan hasil studi mereka menunjukkan bahwa perilaku herding terdeteksi di pasar modal Amman selama Covid, termasuk saat pasar naik dan turun, sementara di Indonesia juga ditemukan keberadaan perilaku herding pada kondisi ekstrim Covid 19 dan pasar dalam kondisi turun, namun pada saat pasar naik, tidak ditemukan adanya perilaku herding, selanjutnya di pasar saham utama Asia Timur dan Asia Tenggara ditemukan perilaku herding pada semua negara dan meningkat selama pasar *crash* pada bulan Maret 2020.

Berdasarkan hasil penelitian herding pada era pandemi Covid 19 sebagaimana sudah dijelaskan diatas, dapat disimpulkan bahwa pandemi Covid 19 menyebabkan terjadinya perilaku herding hampir diseluruh pasar yang sudah di uji yang disebabkan oleh rasa takut dan cemas pada investor ditengah kondisi pasar yang tidak pasti yang mengakibatkan mereka meniru perilaku orang lain (herding). Keberadaan perilaku herding juga dapat didorong oleh dinamika perdagangan lintas negara (*Cross-Country Herding*). Chiang dan Zheng (2010) mengemukakan bahwa penyebaran tingkat pengembalian *cross-sectional* di Amerika Serikat memiliki peran yang sangat signifikan dalam menjelaskan perilaku herding di pasar modal negara-negara lainnya.

Morelli (2010) juga memberikan bukti kuat tentang peningkatan integrasi pasar dan pergerakan bersama pasar modal negara-negara Eropa yang mendorong timbulnya perilaku herding. Economou (2011) mencoba meneliti tentang perilaku herding di pasar modal Portugis, Italia, Spanyol dan Yunani, sekaligus menguji apakah dinamika perdagangan lintas negara (*cross-country herding*) terjadi di 4 negara yang diteliti tersebut yang berarti bahwa satu negara mempengaruhi negara lainnya. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *cross-country herding* terjadi di keempat negara tersebut dan pengaruh yang sangat tinggi terjadi di pasar Italia dengan Portugis dan Spanyol, namun tidak begitu kuat dengan Yunani. Mobarek, Mollah, dan Keasey (2014) menguji pengaruh *cross-country herding* di pasar modal negara Eropa (Jerman, Prancis, Portugal, Italia, Irlandia, Yunani, Spanyol, Swedia, Norwegia, Denmark dan Finlandia, dan hasil studinya menunjukkan bahwa pengaruh *cross-country herding* terjadi pada semua negara Eropa yang diteliti terutama pada saat krisis dimana pengaruh terbesar berasal dari Jerman.

Guney et. al. (2017) mengemukakan bahwa tidak ditemukan *cross-country herding* di antara pasar Afrika yang termasuk dalam berbagai blok ekonomi di benua tersebut. Pengaruh dinamika perdagangan lintas negara (*Cross-Country Herding*) juga diteliti di negara-negara ASEAN antara lain oleh Rahman & Ermawati (2019) yang melakukan penelitian di negara ASEAN 5 dan Amerika Serikat. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh satu negara terhadap negara lainnya dan Singapura memberikan pengaruh yang cukup besar terhadap perilaku herding negara-negara lainnya. Ramadhansyah. dkk. (2020) juga menguji pengaruh *Cross-Country Herding* terhadap negara Indonesia, Malaysia & Singapura, dan tidak menemukan adanya pengaruh *Cross-Country Herding* terhadap perilaku herding masing-masing negara artinya perilaku herding di negara Indonesia, Malaysia & Singapura benar-benar berbeda.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa pengaruh dinamika perdagangan lintas negara (*Cross-Country Herding*) umumnya terjadi pada saat krisis diberbagai kawasan dan Amerika Serikat memberikan pengaruh cukup

besar bagi negara-negara lainnya di dunia, sementara untuk negara-negara ASEAN, hasil penelitian pengaruh *Cross-Country Herding* masih beragam dan tidak konsisten.

Untuk dapat menjelaskan secara lengkap perilaku herding pada 4 pasar modal negara-negara ASEAN (Singapura, Thailand, Malaysia dan Indonesia), baik pada saat sebelum pandemi covid 19, maupun ketika kondisi pasar stress ditengah krisis ekonomi dan keuangan yang melanda dunia yang diperparah dengan pandemi Covid 19 yang masih berlangsung hingga saat ini, serta untuk mengetahui apakah terjadi *asymmetric herding* pada saat kondisi berbeda dan *cross country herding* antar negara ASEAN yang diteliti, maka dirasa perlu untuk melakukan penelitian tentang **“Analisis Perilaku Herding Pada Pasar Saham: Studi Empiris di Negara-Negara ASEAN”**.

Pada penelitian ini akan dilakukan pendeteksian perilaku herding menggunakan pendekatan Christie dan Huang (1995) dan Chang et. al. (2000) baik pada periode penelitian, pada saat krisis dimana pasar berada dalam kondisi yang ekstrim, maupun pada saat pasar dalam keadaan naik dan turun. Selain itu juga akan dilakukan pengujian untuk melihat pengaruh *asymmetric herding* terhadap volatilitas pasar. Terakhir akan dilakukan pengujian untuk melihat pengaruh *cross-country herding* terhadap perilaku herding pada masing-masing negara ASEAN. Pengujian ini sekaligus untuk membuktikan apakah pasar modal Singapura sebagai satu-satunya pasar modal di negara ASEAN yang masuk dalam kategori *developed stock market* memberikan pengaruh besar terhadap terjadinya perilaku herding di negara-negara ASEAN lainnya sebagaimana dibuktikan oleh Rahman & Ermawati (2019). Penelitian ini diharapkan mampu memberikan penjelasan yang lebih baik tentang perilaku herding di negara-negara ASEAN yang terbagi menjadi *developed stock market* dan *emerging stock market*, *high income* (Singapura), *middle income* (Thailand), *middle low income* (Malaysia) dan *low income* (Indonesia), baik pada saat pasar dalam keadaan *stress* maupun tidak.

1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan uraian-uraian diatas, masalah yang perlu diteliti dan dikaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perilaku herding di Negara-Negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura pada periode 2015 - 2020, baik sebelum maupun pada masa terjadinya Pandemi Covid 19.
2. Apakah terdapat perilaku asymmetric herding di Negara-Negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura pada kondisi pasar yang berbeda (*up* dan *down-market*) selama periode 2015 - 2020.
3. Apakah perilaku herding masing-masing negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura dipengaruhi oleh dinamika perdagangan lintas Negara-negara ASEAN (*cross-country herding*) pada periode 2015 – 2020. Untuk lebih jelasnya akan diuraikan sebagai berikut:
 - a. Apakah perilaku herding di Negara Indonesia dipengaruhi oleh dinamika perdagangan di Negara Singapura, Thailand, dan Malaysia?
 - b. Apakah perilaku herding di Negara Malaysia dipengaruhi oleh dinamika perdagangan di Negara Singapura, Thailand, dan Indonesia?
 - c. Apakah perilaku herding di Negara Thailand dipengaruhi oleh dinamika perdagangan di Negara Singapura, Malaysia, dan Indonesia?
 - d. Apakah perilaku herding di Negara Singapura dipengaruhi oleh dinamika perdagangan di Negara Thailand, Malaysia, dan Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan mencari jawaban atas permasalahan sebagaimana yang dimaksud dalam perumusan masalah diatas yaitu:

1. Untuk menguji perilaku herding di Negara-Negara ASEAN pada periode 2015 - 2020, baik sebelum maupun pada masa Pandemi Covid 19 dengan studi kasus pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura.
2. Untuk menguji *asymmetric herding* pada kondisi pasar yang berbeda di Negara-Negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura selama periode 2015 - 2020.
3. Untuk menguji pengaruh dinamika perdagangan lintas Negara-negara ASEAN (*cross-country herding*) terhadap perilaku herding pada negara Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura periode 2015 – 2020.

1.4 Manfaat/Signifikansi Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat berupa:

1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan keilmuan manajemen keuangan, khususnya pengembangan teori yang berkaitan dengan perilaku keuangan terutama perilaku herding yang sering terjadi ketika pasar berada dalam keadaan ketidakpastian yang tinggi (*market stress*) dan adanya keterkaitan perilaku herding satu pasar modal dengan pasar modal lainnya di negara-negara ASEAN. Hasil penelitian ini juga dapat dimanfaatkan oleh peneliti selanjutnya sebagai informasi dan referensi dalam mengembangkan penelitian perilaku herding baik di kawasan ASEAN maupun kawasan negara lainnya, baik di *developed capital market*, maupun *emerging* dan *frontier capital market*.

2. Manfaat praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi bagi pengambil kebijakan (Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia) dalam menentukan kebijakan untuk menjaga pasar tetap dalam kondisi yang stabil dan meminimalisir perilaku-perilaku pelaku pasar yang tidak rasional yang menyebabkan volatilitas harga sangat tinggi. Untuk investor, diharapkan hasil penelitian ini dapat

memberikan pemahaman tentang konsep perilaku keuangan terutama perilaku herding, sehingga tidak mengikuti perilaku tersebut meskipun pasar dalam keadaan stress, tetap melakukan analisis fundamental dan analisis lainnya yang diperlukan sebelum membuat keputusan investasi.

1.5 Struktur Organisasi Disertasi

Pembahasan dalam penelitian disertasi ini akan dibagi menjadi 5 (lima) bagian, yaitu:

1. Bab I, Pendahuluan

Pada bagian ini akan dijelaskan tentang latar belakang penelitian yang didalamnya terdapat kesenjangan penelitian (*research gap*). Kesenjangan fenomena empiris hasil penelitian (*empirical gap*), kemudian dilengkapi dengan kesenjangan teori (*theory gap*) yang membantu peneliti dalam merumuskan permasalahan penelitian, tujuan penelitian dan manfaat/signifikansi penelitian.

2. Bab II, Kajian Pustaka

Bagian ini menjelaskan tentang teori-teori yang berkaitan dengan kajian penelitian, mengemukakan berbagai teori untuk menghasilkan proposisi, dan mengembangkan hipotesis penelitian. Dasar teori (*Grand theory*) dalam penelitian ini adalah teori keuangan keperilakuan (*behavioral finance*), sedangkan yang menjadi teori antara (*middle theory*) dalam penelitian ini adalah teori pasar modal efisien dan rasionalitas dalam investasi, selanjutnya yang menjadi teori terapan (*applied theory*) dalam penelitian ini adalah perilaku herding (*herding behavior*), *asymmetric herding* dan *cross-country herding*.

3. Bab III, Metode Penelitian

Bab ini menjelaskan tentang metodologi penelitian yang terdiri dari desain dan jenis penelitian, objek dan subjek penelitian, populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data yang digunakan, definisi dan operasionalisasi variabel penelitian,

dan metode analisis data yang meliputi berbagai tahapan untuk menjawab rumusan masalah dan hipotesis penelitian.

4. Bab IV, Hasil dan Pembahasan

Bagian ini akan menguraikan tentang hasil statistik deskriptif, analisis korelasi, hasil uji terhadap keberadaan perilaku herding, asymmetric herding dan cross-country herding serta dilengkapi dengan pembahasan untuk menjawab hipotesis penelitian, sehingga diperoleh berbagai temuan penelitian dan kebaharuan penelitian.

5. Bab V, Kesimpulan, Implikasi dan Rekomendasi

Bagian ini menjelaskan tentang kesimpulan atas hasil penelitian yang diperoleh dan implikasi serta rekomendasi untuk para pengambil kebijakan dipasar modal 4 negara-negara ASEAN yang diteliti, investor, serta pengembangan keilmuan dalam bidang keuangan keperilakuan (*behavioral finance*).