



## Analisa perilaku herding pada saham IPO emisi jumbo di Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2023

Zulhelfi

Universitas Langlang Buana (Unla)

[zulhelfi@unla.ac.id](mailto:zulhelfi@unla.ac.id)

Info Artikel	ABSTRAK
<p><b>Sejarah artikel:</b> Diterima 3 November 2023 Disetujui 22 Desember 2023 Diterbitkan 27 Desember 2023</p>	<p>Penelitian ini dilakukan untuk mengamati perilaku herding pada saat pencatatan saham pertama kali (saham IPO) dilakukan di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2021-2023. Pencatatan dan perdagangan saham untuk pertama kali umumnya memberikan minat yang tinggi kepada investor untuk ikut bertransaksi, yang tercermin dari tingginya volume dan frekuensi perdagangan pada hari-hari pertama perdagangan dan juga tingginya pergerakan harga saham. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode yang <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) untuk mencari nilai dispersi imbal balik dari saham IPO yang kemudian dilihat hubungannya dengan imbal balik pasar menggunakan analisis regresi linier berganda. Agar penelitian memberikan hasil yang mencerminkan transparansi pasar, tanpa dipengaruhi unsur-unsur manipulasi pasar dan spekulasi jangka pendek, maka saham yang dimasukkan dalam penelitian ialah saham dengan nilai emisi jumbo (diatas Rp 500 miliar) dan dengan hari pengamatan dibatasi hanya pada 3 hari pertama perdagangan saja. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ditemukannya perilaku herding pada saham dengan emisi jumbo di Bursa Efek Indonesia. Artinya investor Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan berlaku rasional dalam mengambil keputusan investasi dan tidak berperilaku herding, yang menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia sudah rasional dan tidak berbeda dengan negara maju lainnya.</p>
<p><b>Kata kunci:</b> Perilaku Herding; CSAD; IPO; Emisi Jumbo</p>	
<p><b>Keywords :</b> <i>Herding behavior; CSAD; IPO; Large issuance</i></p>	<p><b>ABSTRACT</b> <i>This research was conducted to observe herding behavior during the initial public offering (IPO) of stocks on the Indonesia Stock Exchange from 2021 to 2023. The listing and trading of stocks for the first time generally generate high interest among investors to participate in transactions, reflected in the high volume and frequency of trades in the initial trading days, along with significant stock price movements. The method employed in this study is employing Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) to determine the dispersion of IPO stock returns. This dispersion is then analyzed concerning market returns through multiple linear regression analysis. To ensure the research reflects market transparency, avoiding elements of market manipulation and short-term speculation, only stocks with large issuance values (above Rp 500 billion) were included in the study, observing only the first three days of trading. The research findings indicate the absence of herding behavior among stocks with large issuances on the Indonesia Stock Exchange. This suggests that investors in the Indonesia Stock Exchange, during the observation period, made rational investment decisions and did not exhibit herding behavior, indicating that investors in the Indonesian capital market demonstrate rational behavior similar to other developed countries.</i></p>
	<p>©2022 Penulis. Diterbitkan oleh Program Studi Akuntansi, Institut Koperasi Indonesia. Ini ialah artikel akses terbuka di bawah lisensi CC BY NC (<a href="https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/">https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/</a>)</p>

### PENDAHULUAN

Penawaran Saham Perdana (*Initial Public Offering*/IPO) ialah proses di mana sebuah perusahaan menjual sebagian sahamnya kepada publik atau masyarakat umum untuk pertama kalinya. IPO bertujuan untuk menghimpun dana tambahan guna memperlancar operasional perusahaan atau mempercepat ekspansi bisnis (Sjahrir, 1995 dalam Yusmaniarti et al., 2020). Melalui IPO, terjadi transformasi status perusahaan dari yang sebelumnya tertutup menjadi terbuka, sehingga perusahaan menjadi lebih terbuka terhadap publik dan memiliki tanggung jawab yang lebih besar dalam meningkatkan kinerjanya.

Sebagai perusahaan terbuka, perusahaan menjadi subjek perhatian investor karena mereka memiliki kepentingan dalam bentuk saham yang dimiliki. Kehadiran investor ini mendorong perusahaan untuk bertanggung jawab atas modal yang telah diinvestasikan, dan karena itu, diharapkan

bahwa perusahaan akan meningkatkan kinerjanya setelah melakukan penawaran saham perdana. Hal ini sejalan dengan pandangan yang diungkapkan oleh Ekawani (2016).

*Strategic listing*, *fund raising* dan *public company* ialah beberapa hal yang melatarbelakangi IPO perusahaan. *Strategic listing* bertujuan untuk mendapatkan status sebagai perusahaan publik di bursa, dengan status tersebut akan memberikan prestise bagi perusahaan dan perusahaan akan dianggap memiliki tata kelola yang baik dengan IPO. *Fund raising* bertujuan untuk mendapatkan dana murah dari pasar modal, karena perusahaan tidak diwajibkan untuk mengembalikan dana yang mereka terima dan juga tidak memastikan berapa keuntungan yang harus diberikan kepada investor. *Public company* ialah tujuan sesungguhnya dari IPO, yaitu untuk mengembangkan perusahaan, baik dengan cara memperoleh pendanaan dari masyarakat maupun penerapan tatakelola yang baik bagi perusahaan.

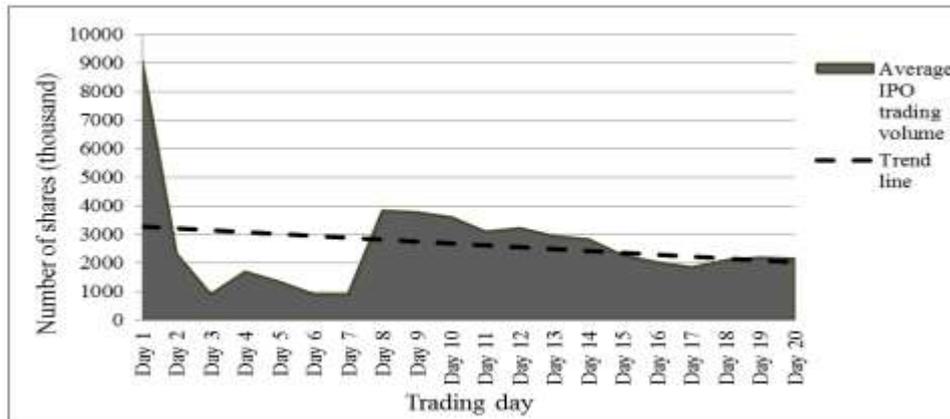
Ketika seluruh proses IPO telah dilaksanakan dan telah memperoleh ijin dari pihak berwenang, maka saham IPO akan ditawarkan kepada investor. Penjualan langsung saham kepada investor pada periode ini, disebut sebagai pasar perdana (*primary market*). Penjualan saham pada pasar perdana dilakukan dalam waktu tertentu sebelum saham di catatkan di bursa. Hari pencatatan saham di bursa disebut sebagai *listing date*, yaitu hari ketika saham untuk pertama kali di perdagangkan di bursa. Selanjutnya perdagangan saham setelah *listing date* sudah termasuk dalam pasar sekunder (*secondary market*). Pasar sekunder ialah pasar dimana saham dan sekuritas lainnya diperjual-belikan secara luas setelah melalui masa penjualan di pasar perdana (Abdurohim, 2021).

Dana yang diperoleh perusahaan pada saat IPO ialah dana di pasar perdana, yang disebut juga dengan nilai emisi. Sedangkan dana transaksi saham dalam pasar sekunder tidak masuk keperusahaan, karena dana tersebut ialah dana investor yang ditransaksikan antar investor. Besarnya nilai emisi ditentukan oleh harga dan jumlah saham yang ditawarkan yang mencerminkan besarnya nilai perusahaan.

Emisi jumbo ialah nilai emisi yang relatif besar, yang dilakukan oleh perusahaan besar di Indonesia dan tidak banyak perusahaan yang dapat melakukam emisi jumbo. Di pasar modal Indonesia, nilai emisi diatas Rp 500 miliar sudah dimasukkan dalam emisi jumbo (Binekasari, 2023). Selama tahun 2021 sampai tahun 2023 terdapat 192 perusahaan yang IPO namun hanya terdapat 28 perusahaan atau 14,58% yang nilai emisinya diatas Rp 500 miliar. Adapun total nilai emisi dari 28 perusahaan tersebut ialah sebesar Rp129,86 triliun atau 86,68% dari total emisi tahun 2021-2023 yang sebesar Rp. 149,81 triliun. Dengan porsi 86,68% dari total nilai emisi keseluruhan selama tahun 2021-2023, maka pengamatan 28 perusahaan dengan nilai emisi jumbo ini diharapkan dapat mewakili pengamatan pergerakan harga saham pada saat pencatatan pertama kali.

Fluktuasi saham perusahaan dengan nilai emisi besar cenderung mencerminkan kondisi pasar sesungguhnya, karena jumlah investor yang terlibat relatif banyak serta dapat menarik investor institusi dan investor asing untuk berinvestasi. Kondisi tersebut relatif dapat membatasi adanya manipulasi pasar dan dapat meredam pengaruh spekulator jangka pendek dibandingkan dengan nilai emisi yang bernilai kecil.

Pencatatan dan perdagangan saham untuk pertama kali umumnya memberikan minat yang tinggi kepada investor untuk ikut bertransaksi, yang tercermin dari tingginya volume dan frekuensi perdagangan pada hari-hari pertama perdagangan saham dan juga tingginya pergerakan harga saham. Sesuai penelitian Che-Yahya & Abdul-Rahim (2015) yang dilakukan di Bursa Malaysia pada gambar tren IPO dibawah, dapat dilihat bahwa volume perdagangan saham IPO dihari pertama perdagangan tinggi sekali dan terus menurun sampai hari ketujuh sebelum meningkat kembali di hari kedelapan. Perdagangan dihari kedelapan tentunya sudah tidak mencerminkan eforia listing saham IPO dan lebih tepat masuk kedalam pasar sekunder. Makin jauh dari *listing date*, maka eforia pasar perdana sudah makin berkurang.



**Gambar. 1 Trend Of IPO Trading Volume For The First 20 Days After Listing**

Tingginya volume perdagangan di hari-hari pertama perdagangan saham tersebut menarik minat untuk mengamatinya, untuk mengetahui penyebabnya. Salah satu penyebab yang dicurigai ialah adanya perilaku herding investor. Kemungkinan terjadinya perilaku herding pada hari-hari pertama perdagangan saham sangat mungkin terjadi mengingat terbatasnya informasi perusahaan yang dimiliki investor.

Volume transaksi yang ekstrem pada hari-hari perdagangan pertama, diikuti dengan frekuensi perdagangan yang tinggi dan adanya harapan investor untuk juga memperoleh imbal balik yang ekstrem, sangat menggoda banyak investor untuk terlibat dalam transaksi pada hari-hari awal pencatatan saham IPO. Investor mencoba menghasilkan tingkat imbal balik diatas imbal balik pasar maupun imbal balik ekspektasi dalam jangka pendek. Selain itu terdapat juga investor yang ingin membeli atau menambah kepemilikan saham tersebut karena di pasar perdana tidak memperoleh atau hanya memperoleh sedikit dari yang diinginkan.

*Herding behavior* ialah sikap investor di mana keputusan investasi tidak didasarkan pada informasi yang tersedia, melainkan lebih mengikuti tren pasar dan tindakan investor lain dalam melakukan jual beli saham. Praktik herding ialah ketika individu mengikuti mayoritas tanpa mempertimbangkan informasi pribadi yang mungkin menyarankan tindakan berbeda (Beneerje, 1992). Studi menunjukkan bahwa perilaku herding menjadi salah satu faktor utama dalam terbentuknya gelembung aset dan meningkatkan tingkat volatilitas pasar (Putera & Kaluge, 2022). Risiko terjadi ketika harga saham bergerak jauh dari nilai fundamentalnya, terutama terkait dengan strategi momentum dan reaksi berlebihan dari investor (Amala, 2020).

Pentingnya mendeteksi perilaku herding dalam pasar saham terletak pada upaya untuk menilai tingkat rasionalitas investor. Perilaku herding sering dikaitkan dengan perkembangan behavioral finance, sebuah cabang ilmu keuangan yang memahami cara berpikir manusia dari sudut pandang rasional maupun tidak rasional yang pada akhirnya memengaruhi pengambilan keputusan investasi (Chandra Maximilian, 2012).

Studi *behavioral finance* mengungkapkan bahwa sentimen investor berpengaruh pada keputusan investasi dan, akibatnya, dapat memengaruhi harga saham. Teori *behavioral finance* menyoroti dampak psikologis pada keputusan investasi seseorang terkait aset yang dimilikinya. Integrasi pendekatan *behavioral finance* dengan pendekatan ekonomi tradisional dalam konteks bisnis dapat membantu membentuk strategi manajemen keuangan yang lebih rasional dan efisien (Alteza & Harsono, 2021).

Studi yang dilakukan oleh Zakirullah & Rahmawati (2020) yang mengeksplorasi faktor-faktor penyebab perilaku herding pada investor perorangan menemukan bahwa perilaku tersebut dapat dipicu oleh keberanian mengambil risiko, rendahnya tingkat kepercayaan diri, dan kurangnya kesadaran terhadap pasar modal. Ketika terjadi perilaku herding, pelaku pasar menyadari bahwa pergerakan saham yang signifikan ialah suatu anomali, tetapi saat volatilitas meningkat, mereka cenderung melupakan rasionalitas dan mengikuti pergerakan pasar secara serentak.

Penunjukkan adanya perilaku herding di pasar dapat diperkirakan ketika imbal hasil suatu aset tidak terlalu berbeda jauh dari imbal hasil pasar secara keseluruhan. Individu-individu tersebut mengabaikan keyakinan pribadi mereka dan mengambil tindakan berdasarkan perilaku kolektif di pasar.

Hasil penelitian tentang perilaku herding, baik di negara maju maupun di negara berkembang, menunjukkan variasi hasil yang bergantung pada periode analisis, serta pendekatan dan metodologi penelitian yang digunakan (Rahman et al., 2023).

Dalam riset yang dicoba oleh Chang et al. (2000) hal sikap penanam modal di sebagian pasar saham internasional semacam Amerika, Hong Kong, Jepang, Korea Selatan, serta Taiwan, tidak ditemukan sikap herding pada pasar uang saham negeri maju semacam Amerika serta Hong Kong. Sikap herding tidak nampak pada pasar uang saham negara maju bagus dikala pasar hadapi penurunan (*market stress*) ataupun dikala pasar lagi naik (*high return*). Kebalikannya, ada penemuan partial herding pada pasar saham Jepang dikala pasar hadapi penyusutan (*market stress*), sedangkan pada Korea Selatan serta Taiwan yang tercantum pasar emerging, sikap herding ditemukan.

Dalam penelitian ini, Suryanto et al. (2022) mempraktikkan tata cara *Cross- Sectional Absolute Deviation* (CSAD) buat mengenali sikap herding pada sebagian pasar uang saham global. Tata cara CSAD ini ialah pengembangan dari tata cara *Cross- Sectional Standard Deviation* (CSSD) yang awal kali dipublikasikan oleh Christie & Huang (1995) (Galariotis et al., 2015). CSSD dipakai buat mengetahui sikap herding dengan alasan kalau dimensi yang cocok buat mengetahui sikap herding ialah dengan mengukur dispersi antara balasan hasil saham perseorangan sesuatu industri serta balasan hasil pasar.

Dispersi sendiri mengukur seberapa dekat imbal hasil saham individual dengan imbal hasil pasar. Pada bursa saham yang menunjukkan perilaku herding, imbal hasil saham cenderung bergerak sejalan dengan imbal hasil pasar, sehingga nilai dispersi mendekati nol. Sebaliknya, bursa saham yang tidak terpengaruh oleh perilaku herding akan memiliki nilai dispersi yang tinggi dan berbeda dari imbal hasil pasar (Khairusy et al., 2022).

Metode CSAD, sebagai model ekonometrika, dianggap sebagai alat yang paling efektif untuk mengukur dispersi antara imbal hasil saham dan imbal hasil pasar (Chang et al., 2000). Chang melanjutkan analisis Christie dan Huang (1995) (dalam Galariotis et al., 2015) dengan mengukur perilaku herding berdasarkan imbal hasil saham, dan menggunakan metode regresi non-linear untuk menganalisis hubungan antara rata-rata nilai dispersi (CSAD) dan rata-rata imbal hasil pasar.

Sebagian penelitian sudah dicoba buat mengenali sikap herding pada saham IPO di Bursa Efek Indonesia, dengan hasil yang bermacam- macam. Beberapa riset itu menulis terdapatnya sikap herding, sedangkan yang lain tidak menciptakannya. Selanjutnya ialah sebagian penelitian yang sudah dicoba: 1. Riset oleh Rahman et al. (2023) bertajuk "Perilaku Herding Pada Saham IPO (*Initial Public Offering*) di Pasar uang Efek Indonesia" merumuskan kalau rentang waktu observasi mereka tidak membuktikan gejala sikap herding yang terjalin pada tahun 2020-2021. 2. Akriana & Hasanah (2022) dalam penelitiannya bertajuk "Analisa Sikap Herding Pada Saham IPO Di Pasar uang Efek Indonesia Tahun 2010-2019" melaporkan kalau tidak terjalin kegiatan herding yang penting sampai hari ke- 29 sehabis penawaran perdana saham, serta tidak ditemui ikatan non- linear yang penting antara CSAD serta balasan hasil pasar. 3. Penelitian oleh Arisanti (2017) bertajuk "Sikap Herding Sesudah Publikasi Saham Kesatu di Bursa Efek Indonesia" merumuskan kalau terjalin sikap herding sesudah IPO di Pasar uang Efek Indonesia pada rentang waktu 2005- 2015. Perihal ini terindikasi dari nilai  $Rm_2$  yang minus dan signifikan ( $0,013 < 0,05$ ), diprediksi sebab optimisme penanam modal terpaut pertanda underpricing yang mendorong penanam modal buat mendanakan dengan cara beramai- ramai pada saham pasca IPO. 4. Chandra Maximilian (2012) dalam penelitiannya bertajuk "Pengukuran Serta Analisa Sikap Herding Pada Saham IPO Pasar uang Efek Indonesia Tahun 2007- 2011" merumuskan kalau tidak terjalin kegiatan herding yang penting pada rentang waktu 15 hari sehabis penawaran perdana saham. Walaupun tingkatan herding tidak signifikan, mungkin aktivitas herding sedang bisa terjalin selama 5 hari sesudah penawaran perdana saham.

Oleh karena adanya perbedaan hasil temuan perilaku herding pada saham IPO di Bursa Efek Indonesia, maka sangat menarik untuk mengkaji lebih lanjut penelitian sejenis dengan sudut pandang yang lain. Dalam penelitian ini, data yang diamati yaitu dengan membatasi pada nilai emisi tertentu, namun batasan nilai emisi tersebut memberikan porsi yang besar terhadap total nilai emisi keseluruhan, serta juga membatasi jumlah hari penelitiannya agar suasana pencatatan saham perdana masih terasa dominan. Penelitian ini dilakukan dengan tujuan utama untuk menganalisa dan mendeteksi apakah ada perilaku herding investor pada saham yang baru tercatat dibursa, khususnya ialah pada saham IPO dengan emisi jumbo yaitu diatas Rp 500 miliar pada Bursa Efek Indonesia.

## METODE PENELITIAN

Pendekatan kuantitatif digunakan dalam penelitian ini untuk mengidentifikasi apakah terjadi perilaku herding saat saham tersebut diperdagangkan untuk pertama kalinya di pasar sekunder. Untuk mempertimbangkan dampak besar pencatatan saham perdana, pengamatan perilaku herding terbatas pada 3 hari pertama perdagangan. Penelitian ini mengadopsi tata cara pendeteksian sikap herding yang dibesarkan oleh Chang et al. (2000). Dalam kerangka ini, ada variabel bebas, semacam balasan hasil pasar mutlak serta balasan hasil pasar kuadrat, dan variabel terbatas, ialah nilai dispersi imbal hasil (CSAD). Pengerjaan informasi dalam penelitian ini dicoba memakai fitur lunak *Econometric Views* (Eviews) tipe 13.

Metode pengumpulan data yang digunakan ialah metode observasi nonpartisipan. Populasi penelitian ini ialah data sekunder yang berasal dari situs resmi Bursa Efek Indonesia. Agar penelitian ini memberikan hasil yang mencerminkan transparansi pasar, tanpa dipengaruhi unsur-unsur manipulasi pasar dan spekulasi jangka pendek, maka saham yang dimasukkan dalam penelitian ialah saham dengan nilai emisi diatas Rp 500 miliar dan dengan hari pengamatan dibatasi hanya pada 3 hari pertama perdagangan saja. Data yang dikumpulkan ialah harga saham perdana (harga IPO) dan harga-harga penutupan saham pada hari ke-1 sampai hari ke-3. Harga saham perdana digunakan sebagai dasar perhitungan imbal balik (return) hari ke-1, dengan demikian dapat ditentukan imbal balik saham selama 3 hari perdagangan pertama. Untuk imbal balik market digunakan penutupan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) pada 1 hari sebelum tanggal pencatatan saham sampai hari ke-3 pencatatan saham selama periode tahun 2021-2023.

Dalam penelitian ini, metode Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) digunakan sebagai alat untuk mengidentifikasi perilaku herding di Bursa Efek Indonesia. Pendekatan ini melibatkan pengukuran nilai dispersi antara imbal hasil saham individual suatu perusahaan dan imbal hasil pasar. Metode ini mengindikasikan bahwa ketika terdapat perilaku herding pada suatu bursa, nilai CSAD cenderung mengalami penurunan. Data yang diperoleh digunakan untuk mengukur masing-masing nilai imbal balik saham individual dan pasar menggunakan rumus.

$$Pt = Pt - (Pt - 1) / Pt - 1 \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

Pt = harga penutupan saham/pasar pada waktu t

Pt-1 = harga penutupan saham/pasar pada waktu perdagangan sebelumnya

Langkah selanjutnya ialah menghitung pada tanggal perdagangan tersebut nilai dispersi CSAD sebagai variabel dependen, ditaksir melalui rumus berikut.

$$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n |R_{i,t} - R_{m,t}| \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

R<sub>i,t</sub> = imbal balik saham individual pada waktu t

R<sub>m,t</sub> = imbal balik pada waktu t

n = jumlah perusahaan sebagai sampel

Untuk mendeteksi perilaku herding, Chang et al. (2000) menggunakan persamaan kuadrat antara nilai dispersi CSAD dengan imbal balik pasar absolut dan imbal balik pasar kuadrat ke dalam bentuk regresi berikut.

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t}^2 + \epsilon_t \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

CSAD<sub>t</sub> = besaran nilai herding pada waktu t

α = variabel intersept

γ<sub>1</sub> = koefisien linear antara CSAD dengan imbal balik pasar

γ<sub>2</sub> = koefisien non-linear antara CSAD dengan imbal balik pasar

R<sub>m,t</sub> = imbal balik pasar pada waktu t

ε<sub>t</sub> = standard error

Metode analisis data yang diterapkan dalam penelitian ini ialah analisis regresi data panel, dikarenakan data panel mencakup kombinasi antara data runtut waktu (time series) dan data silang (*cross section*), sesuai dengan pendekatan yang diambil dalam penelitian ini. Data runtut waktu mencakup berbagai periode, seperti harian, bulanan, dan tahunan, sementara data silang ialah data yang terkumpul dari pengamatan banyak variabel pada titik waktu yang sama atau tanpa mempertimbangkan perbedaan waktu.

Perilaku herding diantisipasi akan mengubah hubungan antara CSAD dan imbal hasil pasar ( $R2mt$ ) dari yang semula linear menjadi non-linear. Secara statistik, transformasi non-linear ini tercermin dalam koefisien  $R2mt$  yang negatif dan signifikan ( $\gamma_2 < 0$ ), yang menunjukkan penurunan nilai CSAD. Sebaliknya, jika koefisien  $\gamma_2$  bernilai positif atau tidak signifikan, hal ini menunjukkan ketiadaan perilaku herding.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisa Statistik Deskriptif

Analisa statistik deskriptif bermaksud buat membagikan gambaran umum mengenai karakter tiap- tiap variabel penelitian dengan memikirkan angka rata- rata (*mean*), angka minimal serta maksimal, dan standar deviasi. Pendekatan analisa deskriptif ialah tata cara statistik yang dipakai buat menggambarkan ataupun memaparkan informasi yang sudah terkumpul, tanpa maksud untuk membuat kesimpulan yang bisa diaplikasikan dengan cara umum ataupun dicoba generalisasi (Sugiyono, 2017). Selanjutnya ini ialah hasil analisa statistik deskriptif buat variabel- variabel penelitian ini.

**Tabel 1 Statistik Deskriptif**

	IHSG	CSAD	ABSMReturn	MR2
Mean	0,000807	0,102532	0,005585	0,000060
Median	0,001335	0,059803	0,004578	0,000021
Maximum	0,035002	0,349230	0,035002	0,001225
Minimum	-0,014603	0,000809	0,000186	0,000000
Std. Dev.	0,007684	0,108005	0,005398	0,000147
Observations	84	84	84	84

Dari tabel 1, statistik deskriptif diatas diketahui nilai dispersi maksimum ialah 0,349230, sedangkan nilai dispersi minimum ialah 0,000809 dengan standar deviasi 0,108005, sedangkan nilai maksimum dan minimum absolute return berturut-turut ialah 0,035002 dan 0,000186 dengan jumlah observasi pengamatan sebanyak 84 objek penelitian, yang terdiri dari 3 hari pertama perdagangan untuk masing-masing IPO yang berjumlah 28 IPO.

### Analisa Regresi CSAD

Untuk mengetahui apakah terdapat perilaku herding, dilakukan analisis regresi dengan hasil sebagai berikut:

**Tabel 2 Hasil Regresi Linier**

Dependent Variable: CSAD				
Method: Panel Least Square				
Date: 12/26/23 Time: 13:08				
Sample: 1/04/2021 11/10/2023				
Periods included: 74				
Cross-sections included: 28				
Total panel (unbalanced) observations: 84				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistics	Prob.
C	0.107639	0.017264	6.234948	0.0000
MRETURN	-1.528928	4.019333	-0.380393	0.7051
M2	57.22510	143.8810	0.397725	0.6924

**Tabel 2 Continuation**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistics	Prob.
R-squared	0.699657	Mean dependent var		0.102532
Adjusted R-squared	0.538362	S.D. dependent var		0.108005
S.E. of regression	0.073383	Akaike info criterion		-2.113799
Sum squared resid	0.290793	Schwarz criterion		-1.245650
Log likelihood	118.7795	Hannan-Quinn criter.		-1.764810
F-statistics	4.337745	Durbin-Watson stat		2.254127
Prob(F-statistics)	0.000002			

### **Koefisien Determinasi**

Nilai Adjusted R-Squared yang telah dihitung mencapai 0,538362, mengindikasikan bahwa dampak bersama-sama dari imbal hasil pasar ( $R_{m,t}$ ) dan imbal hasil pasar kuadrat ( $R_{m,t^2}$ ) terhadap penyebaran nilai dispersi CSAD ialah sebesar 53,84%. Artinya, lebih dari setengah dari variasi total yang mempengaruhi penyebaran nilai dispersi dapat dijelaskan oleh kombinasi variabel bebas yang diamati dalam penelitian ini. Sisa variasi tersebut diatribusikan kepada faktor-faktor lain yang tidak diperhatikan dalam konteks penelitian ini.

### **Uji F**

Pengujian ini dilaksanakan untuk menentukan apakah seluruh variabel independen dalam model memiliki pengaruh secara kolektif terhadap variabel dependen. Pengujian dampak variabel independen pada variabel dependen dilakukan dengan menguji sejauh mana perubahan nilai semua variabel independen dapat menjelaskan perubahan variabel dependen. Dalam hasil tabel di atas, nilai probabilitas untuk Uji F ialah 0,000002 (Prob F-statistic), yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan tingkat keyakinan lebih dari 95 persen, terdapat pengaruh bersama-sama yang signifikan dari variabel  $R_{m,t}$  dan variabel  $R_{m,t^2}$  terhadap penyebaran imbal hasil.

### **Uji t**

Pengujian ini dicoba buat menilai apakah tiap variabel bebas mempunyai akibat yang penting dengan cara orang kepada variabel terbatas. Bersumber pada pertemuan regresi di atas, akibat parsial dari kedua variabel bebas kepada penyebaran balasan hasil dengan memakai tata cara CSAD ialah selaku selanjutnya: 1. Variabel bebas  $R_{m,t}$  tidak mempunyai akibat signifikan kepada variabel terbatas CSAD. Perihal ini terindikasi dari angka probabilitas variabel bebas  $R_{m,t}$ , yang sebesar 0,7051 (Prob t-Statistic), yang lebih besar dari 0,05. Koefisien regresi variabel  $R_{m,t}$  sebesar -1,528928 menunjukkan bahwa jika variabel  $R_{m,t}$  meningkat satu satuan, penyebaran imbal hasil akan mengalami penurunan sebesar 1,528928. 2. Variabel independen  $R_{m,t^2}$  juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen CSAD. Hal ini diperlihatkan oleh nilai probabilitas variabel independen  $R_{m,t^2}$ , yaitu sebesar 0,6924 (Prob t-Statistic), yang lebih besar dari 0,05. Koefisien regresi variabel  $R_{m,t^2}$  sebesar 57,22510 menunjukkan bahwa jika variabel  $R_{m,t^2}$  mengalami peningkatan satu satuan, penyebaran imbal hasil akan mengalami peningkatan sebesar 57,22510 satu satuan.

### **Persamaan Regresi**

Dengan persamaan  $CSAD_t = \alpha + \gamma_1 |R_{m,t}| + \gamma_2 R_{m,t^2} + \epsilon_t$ , maka dari hasil uji regresi di atas dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut:

$$CSAD = 0.107639 - 1.528928|R_{m,t}| + 57.22510R_{m,t^2} + \epsilon_t \dots \dots \dots (4)$$

### **Perilaku Herding**

Menurut Chang et al. (2000), indikasi terjadinya perilaku herding dapat diidentifikasi melalui hubungan non-linier dari koefisien  $\gamma_2$ . Jika nilai  $\gamma_2$  menunjukkan angka negatif dan memiliki tingkat signifikansi, dapat disimpulkan bahwa perilaku herding sedang terjadi. Pada analisis regresi yang telah dilakukan, nilai koefisien  $\gamma_2$  sebesar 57,22510, namun tidak mencapai tingkat signifikansi. Hal ini dapat disimpulkan dari nilai probabilitas yang mencapai 0,6924 (Prob t-Statistic), yang lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat indikasi perilaku herding pada saham IPO dengan emisi Jumbo yang memiliki nilai lebih dari Rp. 500 miliar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2021-2023.

### **Pembahasan**

Pendeteksian perilaku herding menurut Chang et al. (2020) perilaku herding dapat dilihat dari hubungan non-linier nilai koefisien  $\gamma_2$ , yang apabila nilainya menunjukkan nilai negatif signifikan, maka dapat dikatakan terjadi perilaku herding. Pada hasil regresi di atas, nilai koefisien  $\gamma_2$  menunjukkan nilai 57,22510 dan tidak signifikan. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitas yaitu sebesar 0,6924 yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan tidak adanya indikasi perilaku herding yang terjadi pada tahun 2021-2023 dengan metode CSAD. Nilai CSAD cenderung akan menurun karena ada tekanan pada individu untuk "menekan" pendapat mereka dan mengikuti konsensus pasar. Tingkat penekanan dapat

*offset* atau melebihi *offset* dengan peningkatan imbal balik pasar, sehingga tingkat dispersi bisa bertambah tergantung pada sensitifitas pasar (Cham et al., 2021; Guo et al., 2020).

Christy dan Huang dan Chang, Cheng, dan Khorana meneliti imbal balik saham individu lebih sempit ke arah pasar pada saat market stress. Idenya adalah investor cenderung untuk menekan pemikiran mereka dan lebih mengikuti konsensus pasar pada saat pergerakan harga yang besar, jadi perilaku herding cenderung akan terbentuk pada periode ini (Demirer & Lien, 2001; Kie, 2007). Jadi, dapat disimpulkan bahwa akan terjadi penurunan penyebaran imbal balik saham individu secara signifikan pada saat investor mengikuti konsensus pasar (Demirer & Lien, 2001; Kie, 2007). Hal ini tidak terjadi pada saham IPO pada pasar Indonesia karena pergerakan harga saham IPO Indonesia cenderung tidak pada saat terjadi market stress, maka perilaku herding tidak terjadi.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan analisa perilaku herding dengan metode CSAD, yaitu pada saham IPO dengan emisi Jumbo lebih dari Rp. 500 miliar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2021-2023, tidak ditemukan adanya perilaku herding. Selama periode pengamatan dapat disimpulkan, bahwa investor saham IPO dengan emisi jumbo di Bursa Efek Indonesia tetap berlaku rasional dalam mengambil keputusan investasi dan tidak berperilaku herding, walaupun pada hari awal pencatatan saham umumnya terjadi volume perdagangan yang ekstrim tinggi, yang menunjukkan bahwa investor di pasar modal Indonesia sudah rasional dan menunjukkan kedewasaan investor seperti yang berlaku pada bursa negara maju. Bagi pengamatan selanjutnya untuk mengamati fenomena tingginya volume perdagangan transaksi saham IPO pada saat pencatatan saham pertama kali dibursa dapat melakukan pengamatan lainnya untuk mencari tahu penyebab tingginya volume perdagangan tersebut.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdurohim, A. (2021). Analisa transaksi perdagangan saham pada pasar sekunder. *Portofolio: Jurnal Ekonomi, Bisnis, Manajemen, Dan Akuntansi*, 18(1), 73–83. <https://doi.org/https://doi.org/10.26874/portofolio.v18i1.210>
- Akriana, F., & Hasanah, N. (2022). Analisis perilaku herding pada saham IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2019. *Solusi*, 20(1), 58–64. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.26623/slsi.v20i1.4706>
- Alteza, M., & Harsono, M. (2021). Keuangan keperilakuan: Telaah atas evolusi teori dan studi empiris. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 18(1), 1–19. <https://doi.org/https://doi.org/10.21831/jim.v18i1.39342>
- Amala, I. (2020). *Analisis perilaku herding pada bursa saham emerging market (Thesis)*. Universitas Brawijaya.
- Arisanti, I. (2017). *Perilaku herding pasca penerbitan saham perdana di Bursa Efek Indonesia (Thesis)*. Universitas Gadjah Mada.
- Binekasari, R. (2023). *5 IPO jumbo siap meluncur, nilai di atas Rp500 m per emiten*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20231204154738-17-494400/5-ipo-jumbo-siap-meluncur-nilai-di-atas-rp500-m-per-emiten>
- Cham, T. H., Cheng, B. L., Low, M. P., & Cheok, J. B. C. (2021). Brand image as the competitive edge for hospitals in medical tourism. *European Business Review*, 33(1), 1–29. <https://doi.org/10.1108/EBR-10-2019-0269>
- Chandra Maximilian. (2012). *Pengukuran dan analisis perilaku herding pada saham IPO Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2011 (Thesis)*. Universitas Indonesia.
- Chang, C.-L., McAleer, M., & Wang, Y.-A. (2020). Herding behaviour in energy stock markets during the Global Financial Crisis, SARS, and ongoing COVID-19. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 134, 110349. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.rser.2020.110349>
- Che-Yahya, N., & Abdul-Rahim, R. (2015). Role of lockup provision and institutional investors in restricting IPO flipping activity: Is there a moderating effect of investor demand? *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 11(2), 1–28.

- Ekawani, R. (2016). *Analisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah initial public offering di Bursa Efek Indonesia (Thesis)*. Universitas Medan Area.
- Galariotis, E. C., Rong, W., & Spyrou, S. I. (2015). Herding on fundamental information: A comparative study. *Journal of Banking & Finance*, 50, 589–598. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.014>
- Guo, C.-X., He, L., Yin, J.-Y., Meng, X.-G., Tan, W., Yang, G.-P., Bo, T., Liu, J.-P., Lin, X.-J., & Chen, X. (2020). Epidemiological and clinical features of pediatric COVID-19. *BMC Medicine*, 18(1), 1–7. <https://doi.org/https://doi.org/10.1186/s12916-020-01719-2>
- Khairusy, M. A., Nugraha, N., Johan, A., & Mayasari, M. (2022). Pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal perusahaan barang konsumsi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020. *Progress: Jurnal Pendidikan, Akuntansi Dan Keuangan*, 5(1), 117–128. <https://doi.org/https://doi.org/10.47080/progress.v5i1.1622>
- Putera, I. P., & Kaluge, D. (2022). Analisis herding behavior pada sektor–sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Saham Malaysia tahun 2015-2021. *Contemporary Studies in Economic, Finance and Banking*, 1(3), 527–531. <https://csefb.ub.ac.id/index.php/csefb/article/view/65>
- Rahman, I., Widyastuti, T., & Bahri, S. (2023). Perilaku herding pada saham IPO (Initial Public Offering) di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Cahaya Mandalika*, 3(2), 608–617. <https://doi.org/https://doi.org/10.36312/jcm.v3i2.1622>
- Sugiyono. (2017). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Alfabeta, Bandung.
- Suryanto, S., Johan, A., & Sulistyan, R. B. (2022). The effect of financial fundamental factors on systemic risk in LQ45 companies listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Applied Management and Business Administration*, 1(1), 28–39. <https://doi.org/https://doi.org/10.59223/jamba.v1i1.5>
- Yusmaniarti, Y., Sesba, K. A., Astuti, B., & Marini, M. (2020). Kinerja keuangan sebelum dan sesudah Initial Public Offering (IPO) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Sains Manajemen Dan Bisnis Indonesia*, 10(2), 229–245. <https://doi.org/https://doi.org/10.32528/jsmbi.v10i2.4122>
- Zakirullah, Z., & Rahmawati, S. (2020). Faktor-faktor yang berkontribusi terhadap perilaku herding pada investor saham ritel di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 5(1), 1–23. <https://doi.org/https://doi.org/10.24815/jimen.v5i1.12374>