

**PENGARUH FAKTOR EKSTERNAL DAN INTERNAL  
TERHADAP FENOMENA *HERDING BEHAVIOR* DI PASAR  
SAHAM SYARIAH INDONESIA**

**(Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index  
Periode 2019-2024)**

**SKRIPSI**



**Oleh**

**ADELIA DWI SYAFRINA**

**NIM: 210501110196**

**JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN) MAULANA MALIK  
IBRAHIM MALANG**

**2024**

**PENGARUH FAKTOR EKSTERNAL DAN INTERNAL  
TERHADAP FENOMENA *HERDING BEHAVIOR* DI PASAR  
SAHAM SYARIAH INDONESIA**

**(Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index  
Periode 2019-2024)**

**SKRIPSI**

Diajukan Kepada:

Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang  
untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan dalam Memperoleh  
Gelar Sarjana Ekonomi (SE)



**Oleh**

**ADELIA DWI SYAFRINA**

**NIM: 210501110196**

**JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI**

**UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)**

**MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG**

**2024**

## **LEMBAR PERSETUJUAN**

Pengaruh Global Faktor Terhadap Fenomena Herding di Pasar Saham  
Syariah Indonesia

Oleh

**Adelia Dwi Syafrina**

NIM : 210501110196

Telah Disetujui Pada Tanggal 31 Oktober 2024

**Dosen Pembimbing,**



**Mega Noerman Ningtyas, M.Sc**

**NIP. 199109272019032023**

# SURAT PERNYATAAN

## SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Adelia Dwi Syafrina  
NIM : 210501110196  
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

menyatakan bahwa "Skripsi" yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul:

**Pengaruh Faktor Eksternal Dan Internal Terhadap Adanya *Herding Behavior* Di Pasar Saham Syariah Indonesia (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index Periode 2019-2024)**

adalah hasil karya saya sendiri, bukan "duplikasi" dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada "klaim" dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri. Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 10 November 2024

Hormat saya,

Adelia Dwi Syafrina

NIM : 210501110196

## **HALAMAN PERSEMBAHAN**

Dengan rasa syukur yang mendalam kepada Allah SWT atas segala nikmat dan rahmat-Nya, sholawat serta salam senantiasa tercurah kepada Nabi Muhammad SAW. Karya sederhana ini saya persembahkan kepada:

### **Rama dan Ibu**

Untuk memperkuat bakti saya, karya sederhana ini saya persembahkan kepada Rama Mulyono dan Ibu Fatimah, yang tanpa lelah memperjuangkan putra-putrinya untuk mengenyam pendidikan yang baik, terima kasih atas setiap doa dan dukungan yang tiada henti diberikan kepada putrinya.

### **Kakakku**

Terima kasih atas selaga doa, dukungan yang senantiasa kak Andry Eka Firmansyah berikan, serta terima kasih atas keyakinannya pada semua mimpi adiknya ini. Tak lupa mbak Robiatul Adawiyah yang juga senantiasa mencurahkan doa dan dukungannya untuk adik iparnya ini.

### **Teman-temanku**

Terima kasih kepada Nadhira Yasmin Yuniarto dan Hana Dwi Oktavia yang sudah selalu kebersamai penulis dan memberikan support yang penuh serta teman teman yang tidak bisa disebutkan namanya satu-persatu khususnya anak srintil yang beranggotakan 7 orang yang sudah kebersamai penulis dari semester satu

### **Dosen Pembimbing**

Ibu Mega Noerman Ningtyas, M. Sc terima kasih atas semua ilmu yang telah diberikan selama ini dan terima kasih atas bimbingannya sampai skripsi ini selesai

## **HALAMAN MOTTO**

“Maka, sesungguhnya beserta kesulitan ada kemudahan. Sesungguhnya beserta kesulitan ada kemudahan” -Q.S Al-Insyirah ayat 5-6

Lokasi lahir boleh dimana saja, tapi lokasi mimpi harus dilangit dan di langit yang amat tinggi -Anies Rasyid Baswedan

You're doing fine, sometimes you doing better, sometimes you doing worse, but at the end it's you, so I just want you to have no regrets, I want you to feel yourself grow, and I just want you to also love yourself -Mark Lee

## KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur kami panjatkan ke hadirat Allah SWT atas limpahan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga skripsi yang berjudul “*Pengaruh Faktor Eksternal Dan Internal Terhadap Fenomena Herding Behavior Di Pasar Saham Syariah Indonesia Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index Periode 2019-2024*)” dapat diselesaikan dengan baik. Sholawat serta salam senantiasa tercurah kepada junjungan kita, Nabi besar Muhammad SAW, yang dengan ajaran-ajarannya, kita mampu menghadapi tantangan kehidupan global dengan berlandaskan iman dan Islam.

Dalam kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang mendalam kepada semua pihak yang telah memberikan dukungan, baik secara langsung maupun tidak langsung, hingga proses penyusunan skripsi ini dapat berjalan dengan lancar. Dengan penuh rasa hormat dan kerendahan hati, penulis menyampaikan apresiasi dan penghargaan kepada:

1. Prof. Dr. M. Zainuddin, MA, selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.EI, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Muhammad Sulhan, SE, MM, selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Mega Noerman Ningtyas, M. Sc, sebagai dosen pembimbing skripsi yang dengan penuh dedikasi memberikan motivasi, arahan, dan semangat selama proses penyusunan skripsi ini.
5. Seluruh dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
6. Kedua orang tua serta seluruh keluarga saya yang senantiasa mendukung, mendoakan, dan memberikan semangat dari awal masa studi hingga penyelesaian skripsi ini.
7. Semua pihak yang telah berkontribusi, baik secara langsung maupun tidak langsung, yang tidak dapat saya sebutkan satu per satu.

Akhir kata, penulis dengan segala kerendahan hati menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki kekurangan dan belum mencapai kesempurnaan. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan kritik dan saran yang membangun untuk menyempurnakan karya ini. Semoga karya sederhana ini dapat memberikan manfaat yang baik bagi semua pihak. Aamiin Ya Rabbal 'Alamin.

Malang, 16 Desember 2024

Penulis



## DAFTAR ISI

LEMBAR PERSETUJUAN.....	1
SURAT PERNYATAAN .....	2
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	3
HALAMAN MOTTO .....	4
KATA PENGANTAR.....	5
DAFTAR ISI.....	7
DAFTAR TABEL.....	10
DAFTAR GAMBAR .....	11
DAFTAR LAMPIRAN .....	12
ABSTRAK .....	13
ABSTRACT.....	14
المخلص.....	15
BAB I.....	16
PENDAHULUAN .....	16
1.1 Latar Belakang .....	16
1.2 Rumusan Masalah .....	22
1.3 Tujuan Penelitian.....	22
1.4 Manfaat Penelitian.....	23
BAB II.....	24
KAJIAN PUSTAKA .....	24
2.1 Penelitian Terdahulu .....	24
2.2 Kajian Teoritis .....	36
2.2.1 <i>Efficient Market Hypothesis</i> .....	36
2.2.2 <i>Behavioral Finance</i> .....	37
2.2.3 <i>Herding behavior</i> .....	39
2.3 Hipotesis.....	41
2.3.1 Fed Funds Rate mendorong adanya <i>herding behavior</i> di pasar saham syariah Indonesia .....	41
2.3.2 Harga minyak mendorong adanya <i>herding behavior</i> di pasar saham syariah Indonesia .....	42
2.3.3 Volatilitas pasar mendorong adanya <i>herding behavior</i> di pasar saham syariah Indonesia .....	43

2.3.4	Likuiditas pasar mendorong adanya <i>herding behavior</i> di pasar saham syariah Indonesia .....	43
2.4	Kerangka Konseptual .....	44
BAB III .....		45
METODOLOGI PENELITIAN .....		45
3.1	Jenis dan Pendekatan Penelitian .....	45
3.2	Lokasi Penelitian .....	45
3.3	Populasi dan Sampel .....	45
3.1.1	Populasi .....	45
3.2.1	Sampel .....	46
3.4	Teknik Pengambilan Sampel .....	46
3.5	Data dan Jenis Data .....	47
3.6	Teknik Pengumpulan Data .....	48
3.7	Definisi Operasional Variabel.....	48
3.8	Analisis Data .....	49
3.8.1	Metode <i>Herding behavior</i> .....	49
3.8.2	Likuiditas Pasar .....	50
3.8.3	Analisis Statistik Deskriptif.....	51
3.8.4	Uji Asumsi Klasik.....	51
3.8.5	Analisis Regresi Linear Berganda .....	53
3.8.6	Signifikansi Parsial ( <i>t-Test</i> ).....	54
3.8.7	Signifikansi Linear Berganda ( <i>F-Test</i> ).....	54
BAB IV .....		55
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....		55
4.1	Hasil Penelitian.....	55
4.1.1	Gambaran Umum Objek Penelitian.....	55
4.1.2	Hasil Analisis Deskriptif.....	56
4.1.3	Uji Asumsi Klasik.....	58
4.1.3.5	Signifikansi Parsial ( <i>t-Test</i> ).....	60
4.1.4	Analisis Regresi Linear Berganda .....	62
4.2	Pembahasan .....	64
4.2.1	Fed Fund Rate Mendorong Adanya <i>Herding behavior</i> di Pasar Saham Indonesia.....	64

4.2.2	Harga Minyak Mendorong Adanya <i>Herding behavior</i> di Pasar Saham Indonesia .....	65
4.2.3	Volatilitas Pasar Mendorong Adanya <i>Herding behavior</i> di Pasar Saham Indonesia.....	66
4.2.4	Likuiditas Pasar Mendorong Adanya <i>Herding behavior</i> di Pasar Saham Syariah Indonesia.....	67
BAB V	.....	69
PENUTUP	.....	69
5.1	Kesimpulan.....	69
5.2	Saran.....	69
DAFTAR PUSTAKA	.....	71

## **DAFTAR TABEL**

Tabel 1 Penelitian Terdahulu.....	35
Tabel 2 Sampel Perusahaan.....	46
Tabel 3 Kriteria Sampel .....	47
Tabel 4 Definisi Operasional Variabel .....	49
Tabel 5 Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	57
Tabel 6 Hasil Uji Multikoleniaritas.....	59
Tabel 7 Hasil Uji Heterokedastisitas .....	60
Tabel 8 Hasil Uji Autokorelasi.....	60
Tabel 9 Signifikansi Parsial.....	61
Tabel 10 Hasil Signifikansi Linear Berganda .....	62
Tabel 11 Hasil Regresi Linear Berganda.....	63

## **DAFTAR GAMBAR**

Gambar 1 Kapitalisasi Pasar JII .....	21
Gambar 2 Kerangka Konseptual .....	44
Gambar 3 Hasil Uji Normalitas .....	58

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Biodata Penulis .....	77
Lampiran 2 : Jurnal Bimbingan.....	78

## ABSTRAK

Adelia Dwi Syafrina, 2024, SKRIPSI. Judul: “Pengaruh Faktor Eksternal Dan Internal Terhadap Fenomena Herding Behavior Di Pasar Saham Syariah Indonesia (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index Periode 2019-2024)”.

Pembimbing : Mega Noerman Ningtyas, M. Sc

Kata Kunci : Herding Behavior, Pasar Saham Syariah, Faktor Eksternal, Faktor Internal

---

---

Herding behavior merupakan fenomena yang sering terjadi di pasar modal, termasuk pada pasar saham syariah. Fenomena ini mengacu pada kecenderungan investor untuk mengikuti keputusan kelompok daripada menggunakan analisis pribadi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor eksternal seperti Fed Funds Rate, harga minyak, dan volatilitas pasar, serta faktor internal berupa likuiditas pasar terhadap herding behavior di pasar saham syariah Indonesia.

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis regresi linear berganda. Data sekunder diperoleh dari laporan resmi perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) pada periode 2019-2024, serta indikator ekonomi global dan nasional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Fed Funds Rate, harga minyak, dan volatilitas pasar secara signifikan memengaruhi herding behavior, sedangkan likuiditas pasar berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat hubungan antara faktor eksternal dan herding behavior.

Studi ini memberikan kontribusi pada literatur akademik dan praktik investasi berbasis syariah, serta menjadi rujukan bagi pembuat kebijakan dan investor dalam memahami dinamika perilaku pasar saham syariah di Indonesia.

## ABSTRACT

Adelia Dwi Syafrina, 2024, THESIS. *“The Influence of External and Internal Factors on the Herding Behavior Phenomenon in the Indonesian Sharia Stock Market (Study of Companies Listed on the Jakarta Islamic Index for the 2019-2024 Period)”*

*Advisor* : Mega Noerman Ningtyas, M. Sc

*Keywords* : Herding Behavior, Pasar Saham Syariah, Faktor Eksternal, Faktor Internal

---

Herding behavior is a phenomenon that often occurs in the capital market, including the Islamic stock market. This phenomenon refers to the tendency of investors to follow group decisions rather than using personal analysis. This study aims to analyze the influence of external factors such as the Fed Funds Rate, oil prices, and market volatility, as well as internal factors in the form of market liquidity on herding behavior in the Indonesian Islamic stock market.

This research uses a quantitative approach with multiple linear regression analysis techniques. Secondary data were obtained from the official reports of companies listed on the Jakarta Islamic Index (JII) in the 2019-2024 period, as well as global and national economic indicators. The results show that the Fed Funds Rate, oil prices, and market volatility significantly affect herding behavior, while market liquidity acts as a moderating variable that strengthens the relationship between external factors and herding behavior.

This study contributes to the academic literature and sharia-based investment practice, as well as a reference for policy makers and investors in understanding the dynamics of sharia stock market behavior in Indonesia.



## المخلص

أديليا دوي سيفرينا، 2024، معهد البحوث والدراسات الإسلامية في إندونيسيا. العنوان: "تأثير العوامل الخارجية والداخلية على ظاهرة سلوك الرعي في سوق الأسهم الإندونيسية الشرعية (دراسة الشركات المدرجة في مؤشر جاكارتا الإسلامي للفترة 2019-2024)

المشرف: ميغا نورمان نينجتاس، ماجستير

الكلمات المفتاحية: سلوك الرعية، سوق أسهم الشرعية، العوامل الخارجية، العوامل الداخلية

سلوك الرعي هو ظاهرة تحدث غالبًا في سوق رأس المال، بما في ذلك سوق الأسهم الإسلامية. وتشير هذه الظاهرة إلى ميل المستثمرين إلى اتباع القرارات الجماعية بدلاً من استخدام التحليل الشخصي. تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير العوامل الخارجية مثل سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية، وأسعار النفط، وتقلبات السوق، بالإضافة إلى العوامل الداخلية المتمثلة في سيولة السوق على سلوك الرعي في سوق الأسهم الإسلامية الإندونيسية.

تستخدم هذه الدراسة نهجًا كميًا باستخدام تقنيات تحليل الانحدار الخطي المتعدد. وقد تم الحصول على البيانات الثانوية من التقارير الرسمية للشركات المدرجة في مؤشر جاكارتا الإسلامي في الفترة 2019-2024 بالإضافة إلى المؤشرات الاقتصادية العالمية والوطنية. وتظهر النتائج أن سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية وأسعار النفط وتقلبات السوق تؤثر بشكل كبير على سلوك الرعي في حين تعمل سيولة السوق كمتغير معتدل يعزز العلاقة بين العوامل الخارجية وسلوك الرعي.

تساهم هذه الدراسة في الأدبيات الأكاديمية والممارسة الاستثمارية القائمة على الشرعية الإسلامية، كما أنها مرجع لصانعي السياسات والمستثمرين في فهم ديناميكيات سلوك سوق الأسهم الشرعية في إندونيسيا.

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Kemajuan teknologi dalam beberapa tahun terakhir telah memfasilitasi penyebaran informasi secara global, membuat masyarakat, termasuk di Indonesia, lebih mudah mengakses berbagai informasi. Di Indonesia sendiri pengguna internet mencapai lebih dari 221 juta dari total populasi sekitar 278 juta jiwa. Data tersebut diperoleh dari Asosiasi Penyelenggara Jasa Internet Indonesia (APJII). Akses informasi yang luas ini memengaruhi cara investor mengambil keputusan, di mana mereka lebih sering menggunakan pendekatan logis dan rasional setelah mendapatkan informasi pasar terbaru. Hal ini didukung oleh teori keuangan tradisional yang menyatakan bahwa semua pemangku kepentingan keuangan berfikir rasional dalam mengambil keputusan di pasar modal (Uddin et al., 2021). Teori keuangan tradisional tersebut dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970 yang biasa dikenal dengan *Efficient Market Hypothesis*. Fama (1970) dalam teorinya berasumsi bahwa investor ketika mengambil keputusan akan bertindak secara rasional berdasarkan informasi yang mereka dapat di pasar. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar keuangan dengan harga aset yang diperdagangkan mencerminkan informasi yang diperoleh di pasar termasuk pasar keuangan yang efisien.

Namun, perilaku abnormal dari investor dan kejadian tak terduga yang dapat menurunkan tingkat efisiensi di dalam sistem keuangan tidak dipertimbangkan teori di atas. Hal tersebut dapat memicu investor mengambil keputusan yang tidak rasional karena termotivasi oleh perasaan emosional (Tlili et al., 2023). Asri (2013) menyatakan bahwa dalam setiap keputusan investasi, apapun latar belakang investor (baik terdidik atau tidak, berpengalaman atau pemula, pria atau wanita, muda atau tua, investor besar atau kecil), emosi selalu memegang peranan utama dalam proses investor dalam berinvestasi. Oleh karena itu, terdapat teori yang dapat menjadi alternatif yaitu *Behavioral Finance*. Teori ini menyatakan bahwa pasar

keuangan tidak sepenuhnya efisien, sehingga investor memiliki peluang untuk meraih imbah hasil abnormal dengan menerapkan berbagai metode yang didasarkan pada informasi historis. Perilaku investor memiliki dampak langsung pada fluktuasi harga saham, dan teori ini dianggap lebih logis serta relevan dalam menjelaskan perubahan pasar yang mendadak (Barberis & Thaler, 2002).

Kahneman & Tversky' (1979) mengembangkan teori yang dikenal sebagai teori prospek. Teori ini menyatakan bahwa ketika probabilitas dari keputusan investasi diketahui, investor akan membuat keputusan berdasarkan probabilitas yang melibatkan risiko. Teori ini juga menyatakan bahwa pada investor, kerugian lebih berdampak secara emosional daripada keuntungan. Kemudian terdapat penelitian lain yaitu teori prospek yang dijelaskan berdasarkan teori deskriptif alternatif oleh R. Thaler (1980). Ia berpendapat bahwa investor sering kali kurang optimal karena pengaruh bias seperti mempertahankan aset yang sudah dimiliki (endowment) karena biaya atau kerugian yang dirasakan jika aset tersebut dijual, serta kecenderungan mempertimbangkan biaya yang sudah dikeluarkan (sunk cost) meskipun secara rasional tidak seharusnya menjadi faktor keputusan. Bias perilaku dalam teori *Behavioral Finance* di kategorikan menjadi dua, yaitu bias kognitif dan bias emosional. Salah satu bentuk bias emosional adalah *herding behavior* (Pompian, 2006).

*Herding behavior* mengacu pada kecenderungan investor untuk membuat keputusan dengan meniru tindakan investor lainnya. Informasi yang bersifat pribadi kurang diandalkan oleh investor dibandingkan informasi yang bersifat kolektif, sehingga aspek ini menjadi fokus penelitian yang luas. Akibatnya risiko rendahnya imbal hasil dan penyimpangan harga dari nilai fundamental terjadi (Banerjee & Cvii, 1992). Investor ini cenderung mengikuti keputusan orang lain sebab mereka yakin bahwa orang lain mendapatkan informasi yang akurat atau akses lebih baik terhadap informasi tersebut. Fenomena *herding behavior* ini ditemukan pada investor muslim maupun non-muslim di berbagai negara, sesuai

dengan beberapa penelitian yang menunjukkan keberadaannya di pasar modal konvensional dan syariah. Seperti penelitian pada pasar saham Maroko (Ferrouhi, 2021), pasar saham Perancis (Litimi, 2017), dan pada pasar saham di wilayah MENA-Mesir, Yordania, Maroko, dan Tunisia (Tlili et al., 2023)

*Herding behavior* terjadi di berbagai negara tidak terkecuali di pasar saham Indonesia. Pasar saham Indonesia sendiri terbentuk menjadi dua macam yaitu pasar saham syariah dan pasar saham konvensional. Adanya *herding behavior* di pasar saham konvensional sejalan dengan penelitian Putra et al. (2017) dan Sugiantara (2022). Sementara itu, di pasar saham syariah terdapat *herding behavior* sejalan dengan penelitian Rizal & Damayanti (2019) di pasar saham syariah Indonesia dan Chaffai & Medhioub (2018) di pasar saham GCC Islam. Namun, hasil penelitian Gusni et al. (2023) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu *herding behavior* tidak ditemukan di pasar saham Indonesia dan penelitian Marbun et al. (2020) yang menunjukkan bahwa *herding behavior* tidak ditemukan di pasar saham syariah Indonesia. Terjadinya hal tersebut disebabkan oleh investor saham di Jakarta Islamic Index yang berpedoman pada prinsip syariah umumnya memiliki tingkat pendidikan tinggi dan pemahaman yang baik dalam mengelola informasi untuk pengambilan keputusan. Mereka tidak mengikuti arus pasar secara umum, tetapi mendasarkan keputusan pada informasi yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa para investor mengintegrasikan etika syariah dalam keputusan investasi mereka, yang dianggap sebagai bentuk ibadah untuk mendorong kebaikan dan menjauhi keburukan.

Perilaku *herding* seringkali muncul di pasar modal diakibatkan oleh faktor eksternal seperti pengumuman Fed Fund Rate, fluktuasi harga minyak dunia dan volatilitas pasar, serta faktor internal seperti likuiditas pasar. Fed Fund Rate merupakan suku bunga regulasi keuangan Amerika Serikat. Pengumuman Fed Fund Rate mendorong banyak analis pasar modal untuk memberikan prediksi tentang kemungkinan kenaikan atau penurunan

harga saham tertentu. Reaksi ini kemudian mempengaruhi tindakan investor dalam berinvestasi, baik mereka yang menggunakan pendekatan rasional melalui analisis teknikal dan fundamental, maupun mereka yang bertindak berdasarkan emosi atau tanpa perhitungan matang. Fenomena ini menunjukkan bagaimana informasi pasar dapat memicu reaksi kolektif di kalangan investor, seringkali mengakibatkan fluktuasi harga saham yang signifikan dalam perkembangan pasar modal (Arisanti, 2020). Pembentukan perilaku *herding behavior* didorong oleh pengumuman Fed Fund Rate, sesuai dengan penelitian Silitonga et al. (2021), Arisanti (2020), dan Rahman & Ermawati (2020). Namun hasil penelitian Gusni et al. (2023) dan Aldeki (2024) menunjukkan hasil yang berbeda, pengumuman Fed Fund Rate tidak mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham Indonesia. Penelitian di pasar saham syariah Indonesia mengenai pengaruh Fed Fund Rate dalam mendorong *herding behavior* masih sangat sedikit.

Selanjutnya, faktor kedua yang mempengaruhi fenomena *herding behavior* adalah fluktuasi harga minyak. Sebagai komoditas strategis, fluktuasi harga minyak global mempengaruhi arus kas perusahaan di masa kini dan yang akan datang. Hal tersebut pada gilirannya berdampak pada return saham internasional (Jones & Kaul, 1996). Pengaruh harga minyak terhadap *herding behavior* terkait dengan perubahan harga minyak memengaruhi perilaku investor di pasar. Saat harga minyak naik atau turun secara drastis, investor sering merasa khawatir tentang kondisi pasar dan prospek ekonomi ke depan. Ketidakpastian ini kerap mendorong investor untuk mengikuti tindakan investor lain tanpa mempertimbangkan analisis yang mendalam. Mereka cenderung mengikuti keputusan kelompok karena percaya bahwa orang lain memiliki informasi yang lebih akurat atau karena ingin menghindari risiko besar dengan bertindak sendirian. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Balçılar et al. (2017), dan Youssef (2022) yang menunjukkan terdapat pengaruh harga minyak dunia terhadap *herding behavior*. Selain itu, penelitian yang dilakukan Youssef & Mokni (2021) yang menyatakan bahwa selama waktu normal, dampak harga minyak

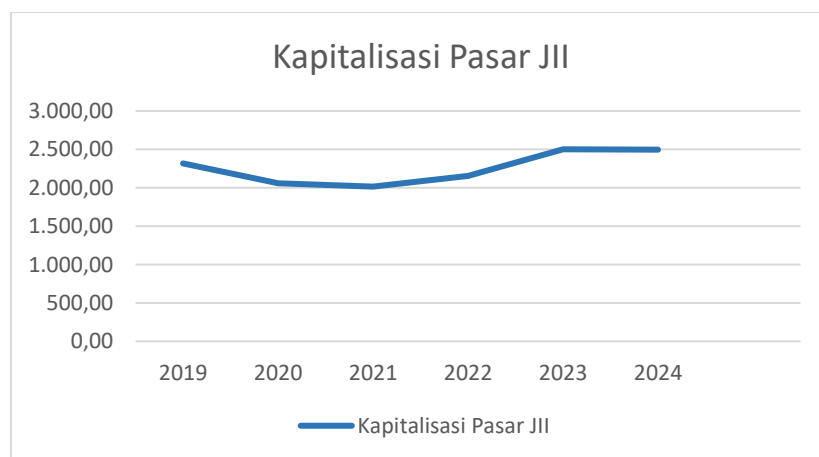
terhadap herd behavior bersifat simetris untuk semua sektor. Namun, beberapa penelitian lainnya menunjukkan hasil berbeda, di mana harga minyak dunia tidak mendorong terjadinya *herding behavior* (Aldeki, 2024; BenMabrouk & Litimi, 2018; Rahman & Ermawati, 2019; Silitonga et al., 2021)

Kemudian, faktor ketiga yang mempengaruhi fenomena *herding behavior* adalah volatilitas harga pasar. Volatilitas diartikan sebagai perubahan yang terjadi pada pengembalian di pasar komoditas (A. Kumar et al., 2021). Perilaku *herding* memiliki dampak langsung pada volatilitas di berbagai ukuran pasar yang tersedia (Blasco et al., 2012). Volatilitas tidak hanya disebabkan oleh fluktuasi harga yang dipengaruhi oleh informasi baru, tetapi juga oleh faktor pasar lainnya, seperti respon kolektif investor dalam bentuk *herding behavior* (Shefrin, 2002). Perilaku *herding* cenderung muncul saat volatilitas tinggi, karena investor sering mengikuti informasi pasar yang belum jelas. Hal ini sejalan dengan sejumlah penelitian yang mengindikasikan bahwa volatilitas dapat memicu perilaku *herding* (Ferrouhi, 2021; Yahya et al., 2024). Namun, beberapa studi lainnya menunjukkan bahwa volatilitas tidak selalu mendorong terjadinya *herding behavior* (Rahman & Ermawati, 2020; Silitonga et al., 2021).

Volume perdagangan yang tinggi berkontribusi pada meningkatnya likuiditas di pasar keuangan. Namun, ketika aktivitas perdagangan terpusat pada konsensus tertentu, harga aset cenderung bergerak menjauh dari titik keseimbangan pasar, yang turut memicu peningkatan volume perdagangan. Dengan demikian, terdapat keterkaitan yang erat dan langsung antara perilaku *herding*, volume perdagangan, dan likuiditas (Chai et al., 2010). Dengan kata lain, likuiditas mendorong terjadinya *herding behavior* di pasar saham karena investor sangat optimis mendapat keuntungan ketika pasar saham sangat likuid seperti penelitian yang dilakukan sebelumnya (Aldeki, 2024; Ferrouhi, 2021; Galariotis et al., 2016; Huynh et al., 2024). Namun G. Kumar & Misra (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa likuiditas dan efisiensi pasar tidak selalu berjalan bersama. Ketika likuiditas

meningkat, efisiensi pasar bisa berkurang. Ini terjadi karena di pasar yang likuid, informasi baru yang masuk lebih mudah diterima, sehingga harga tidak banyak berubah. Namun, di pasar yang efisien, harga akan cepat menyesuaikan begitu ada informasi baru. Hal tersebut selanjutnya dapat menyebabkan adanya *herding behavior*.

Negara dengan populasi muslim terbesar di dunia seperti Indonesia (World Population Review, 2024) memiliki potensi besar dalam menarik minat investor melalui indeks saham syariah, khususnya mereka yang sebelumnya ragu berinvestasi karena alasan keagamaan. Indeks saham syariah pertama di Indonesia yang terbentuk pada tanggal 3 Juli 2000 adalah Jakarta Islamic Index (JII). Terdapat 30 saham syariah yang likuid di Indonesia yang terdaftar di JII. Setiap tahun kapitalisasi pasar JII semakin meningkat, yang mengindikasikan bahwa semakin banyak investor menaruh kepercayaan yang tinggi untuk berinvestasi di pasar saham syariah. Data menunjukkan hingga April 2024, kapitalisasi pasar JII mencapai 2.495,69 triliun. Jakarta Islamic Index (JII) dipilih dalam penelitian ini sebagai objek kajian karena indeks saham syariah ini memiliki likuiditas tinggi di Indonesia serta didukung oleh kapitalisasi pasar yang besar. Dengan 30 saham syariah paling likuid, JII mampu merepresentasikan secara komprehensif dinamika pasar saham syariah di Indonesia.



Gambar 1 Kapitalisasi Pasar JII

Namun, tingkat likuiditas yang tinggi seperti pada JII kerap menjadi ajang bagi investor untuk mengikuti tren kolektif atau perilaku investor lainnya, terutama ketika pasar menghadapi kondisi ketidakpastian pasar. Selain itu, beberapa investor tidak memiliki kepercayaan diri dengan analisisnya sendiri dan memiliki sedikit informasi sehingga sering mengikuti konsensus pasar yang selanjutnya mendorong adanya *herding behavior*. Investigasi yang dilakukan oleh Rizal & Damayanti (2019) mengonfirmasi eksistensi *herding behavior* pada instrumen syariah di Indonesia, khususnya pada emiten yang tercatat dalam Jakarta Islamic Index (JII). Mengingat masih terbatasnya kajian empiris mengenai fenomena herding di pasar modal syariah Indonesia, serta adanya inkonsistensi temuan pada riset-riset terdahulu, studi ini berkontribusi dalam memperluas pemahaman dengan mengeksplorasi bagaimana determinan eksternal dan internal mempengaruhi perilaku herding dalam konteks pasar modal syariah Indonesia.

## 1.2 Rumusan Masalah

Fokus penelitian ini yaitu pada pengaruh faktor eksternal dan internal terhadap *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia. Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan sebelumnya, rumusan masalah penelitian ini sebagai berikut:

- a. Apakah pengumuman fed fund rate mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia?
- b. Apakah harga minyak mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia?
- c. Apakah volatilitas pasar mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia?
- d. Apakah likuiditas pasar mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh faktor eksternal dan internal terhadap *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia.



Berdasarkan rumusan masalah yang sudah dijelaskan sebelumnya, adapun tujuan penelitiannya yaitu sebagai berikut:

- a. Menguji pengaruh pengumuman fed fund rate mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia
- b. Menguji pengaruh harga minyak mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia
- c. Menguji pengaruh volatilitas pasar mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia
- d. Menguji pengaruh likuiditas pasar mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Peneliti berharap penelitian ini dapat memberi manfaat secara teoritis dan praktis yaitu sebagai berikut:

##### 1.4.1 Manfaat Teoritis

- a. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memperkaya pengetahuan mengenai pengaruh faktor eksternal dan internal terhadap *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia
- b. Hasil dari penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi dasar bagi penelitian selanjutnya

##### 1.4.2 Manfaat Praktis

- a. Bagi masyarakat umum hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi landasan dalam mengambil keputusan di pasar saham
- b. Bagi peneliti selanjutnya hasil dari penelitian ini dapat menjadi rujukan penelitian berikutnya yang membahas mengenai topik yang sama.

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA**

#### 2.1 Penelitian Terdahulu

*Herding behavior* di banyak penelitian yang dilakukan dan juga di berbagai pasar saham menunjukkan hasil yang beragam, bergantung pada kondisi pasar dan faktor eksternal. Rizal & Damayanti (2019) menemukan adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia, terutama ketika pasar sedang turun. Sementara itu, Chaffai & Medhioub (2018) yang

meneliti pasar saham syariah di negara GCC, menemukan *herding behavior* baik saat pasar naik maupun turun, terutama dalam kondisi pasar ekstrem. Putra et al. (2017) membandingkan pasar saham Indonesia dan Singapura, dengan hasil bahwa *herding* di Indonesia lebih kuat dibandingkan Singapura. Namun, temuan Gusni et al. (2023) menunjukkan bahwa *herding* hanya terjadi di Singapura, dengan faktor global seperti harga minyak dan suku bunga Fed memengaruhi perilaku tersebut, sedangkan di Indonesia *herding* tidak terdeteksi.

Rahman & Ermawati (2020) menunjukkan bahwa pengaruh global seperti Fed Fund Rate dominan memicu *herding* di pasar saham ASEAN, khususnya di Indonesia dan Filipina, sementara Sugiantara (2022) menemukan bahwa asimetri informasi memperkuat *herding* di pasar saham Indonesia, terutama saat pasar naik. Di sisi lain, Ferrouhi (2021) mendeteksi *herding* di pasar saham Maroko, dengan likuiditas dan volatilitas sebagai faktor yang memengaruhi perilaku tersebut, serupa dengan Litimi (2017) yang menemukan *herding* di beberapa sektor pasar saham Perancis selama krisis.

Penelitian Javaira & Hassan (2015) mengungkap bahwa tidak ada *herding* di pasar saham Pakistan kecuali saat krisis likuiditas, sementara Tlili et al. (2023) menemukan *herding* terjadi saat pasar turun di Mesir, Yordania, dan Tunisia, serta saat pasar naik di Maroko. Di pasar negara berkembang, Silitonga et al. (2021) tidak menemukan bukti *herding*, meski pengaruh Fed Fund Rate cukup signifikan, dan Aldeki (2024) menyimpulkan bahwa likuiditas memengaruhi *herding* di pasar saham Amman ketika pasar sedang turun. Balcılar et al. (2017) menyoroti hubungan antara spekulasi di pasar minyak dan perilaku *herding*, dengan *herding* berkurang saat volatilitas rendah, sedangkan Youssef (2022) menemukan bahwa harga minyak berperan penting dalam memicu *herding* di sektor energi dan komoditas. Youssef & Mokni (2021) dalam penelitiannya menyatakan harga minyak memengaruhi pada perilaku *herding* pada semua sektor selama waktu normal.

Penelitian Yahya et al. (2024) dan Kabir & Shakur (2018) menegaskan bahwa volatilitas tinggi dan faktor global seperti nilai tukar dan sentimen pasar juga memperkuat *herding* di beberapa pasar, dengan asimetri informasi sebagai variabel yang memperkuat perilaku tersebut. Secara keseluruhan, meskipun *herding behavior* ditemukan di berbagai pasar, intensitas dan pengaruhnya sangat bergantung pada kondisi pasar, volatilitas, serta faktor-faktor global dan informasi yang ada. Huynh et al. (2024) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa pada awal krisis *herding* lebih dominan, terutama di sektor dengan informasi terbatas tentang dukungan pemerintah. *Herding* hanya terdeteksi pada saham sangat likuid dalam kondisi likuiditas tinggi, yang umum terjadi di awal krisis.

No	Judul	Penulis dan Tahun	Variabel	Hasil Penelitian
1	Impact of stock market liquidity and external factors on herding in the Amman Stock Exchange	Raneem Ghazi Aldeki, 2024	X1 = Stock market liquidity X2 = Federal Funds Effective Rate X3 = Oil price Y = <i>Herding behavior</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas pasar saham tidak mempengaruhi perilaku <i>herding</i> di ekor kanan (saat pasar naik). Namun, penelitian ini menemukan bahwa likuiditas mempengaruhi perilaku <i>herding</i> di ekor kiri, yaitu ketika pasar sedang turun. Selain itu, pasar modal Amman menunjukkan bahwa faktor global tidak secara signifikan mempengaruhi perilaku <i>herding</i> di pasar tersebut.
2	<i>Herding behavior</i> In The Indonesian Islamic Stock Market	Nora Amelda Rizal dan Mirta Kartika Damayanti, 2019	X1 = <i>Herding behavior</i> Y = Indonesian Islamic Stock Market	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perilaku <i>herding behavior</i> di pasar saham syariah Indonesia. Perilaku <i>herding behavior</i> ini secara asimetris terjadi hanya pada saat pasar sedang turun.
3	The Analysis of <i>Herding behavior</i> in Indonesia and Singapore Stock Market	Aditya Andika Putra, Eko Rizkianto, Dony Abdul Chalid, 2017	X1 = <i>Herding behavior</i> Y1 = Indonesia Stock Market	Hasil dari penelitian ini terdapat <i>herding behavior</i> di pasar saham Indonesia dan Singapura. Bahkan <i>herding behavior</i> di Indonesia lebih kuat daripada di Singapura.

			Y2 = Singapore Stock Market	
4	<i>Herding behavior</i> in Islamic GCC stock market: a daily analysis	Mustapha Chaffai and Imed Medhioub, 2018	X1 = <i>Herding behavior</i> Y = Islamic GCC Stock Market	Hasil penelitian menjelaskan bahwa terdapat <i>herding behavior</i> saat pasar naik dan dalam waktu yang ekstrim dan pengembalian saham memiliki kinerja yang sama ketika pasar turun di pasar saham GCC Islam
5	Analysis Of <i>Herding behavior</i> In The Stock Market: A Case Study Of The Asean-5 And The Us	R. Eki Rahman and Ermawati, 2020	X1 = Global Factors (FFR, VIX, Oil Price) X2 = Regional Factors X3 = Domestic Factors Y1 = <i>Herding behavior</i> in ASEAN-5 Stock Market	Hasil dari penelitian ini menjelaskan bahwa untuk pasar saham Indonesia, adanya <i>herding behavior</i> disebabkan oleh pengumuman fed fund rate, sedangkan faktor global lain tidak mempengaruhi adanya <i>herding behavior</i> di pasar saham Indonesia.

			Y2 = <i>Herding behavior</i> US Stock Market	
6	<i>Herding behavior</i> in the Moroccan Stock Exchange	El Mehdi Ferrouhi, 2021	X1 = <i>Herding behavior</i> X2 = Liquidity X3 = Volatility Y1 = Moroccan Stock Exchange Y2 = <i>Herding behavior</i>	Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa terdapat <i>herding behavior</i> di pasar saham Maroko dan terdapat dampak positif dari likuiditas dan volatilitas pada <i>herding behavior</i> untuk empat portofolio secara keseluruhan.
7	Herd behavior in the French stock market	Houda Litimi, 2017	X1 = <i>Herding behavior</i> Y1 = French Stock Market Y2 = Conditional Volatility	Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat <i>herding behavior</i> di semua waktu di 5 dari 11 sektor dan tidak mempengaruhi semua sektor.

8	An examination of <i>Herding behavior</i> in Pakistani stock market	Zuee Javaira and Arshad Hassan, 2015	X1 = <i>Herding behavior</i> Y = Pakistani Stock Market	Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada <i>herding behavior</i> di pasar saham Karachi pada waktu 2002-2007. Namun, pada Maret 2005 selama krisis likuiditas, terdapat adanya <i>herding behavior</i> karena adanya informasi di kalangan investor.
9	Investor behavior and psychological effects: herding and anchoring biases in the MENA region	Faten Tlili and Mustapha Chaffai, 2023	X1 = Herding X2 = Anchoring Biases Y = MENA Region Stock Market	Penelitian ini menjelaskan bahwa <i>herding behavior</i> terjadi pada saat pasar sedang turun di pasar saham Mesir, Yordania, dan Tunisia dan <i>herding behavior</i> terjadi pada saat pasar sedang naik di pasar saham Maroko serta anchoring secara positif dan signifikan mempengaruhi keputusan investasi di pasar MENA.
10	Herding Behaviour Around Fed Fund Rate Announcements In Southeast Asia	Ike Arisanti, 2020	X1 = Announcement Of The Fed Fund Rate Y = <i>Herding behavior</i> In Southeast Asian Capital Market	Hasil uji empiris menunjukkan bahwa secara agregat perilaku <i>herding</i> terjadi selama waktu pengamatan setelah pengumuman Fed Fund Rate 2018.



11	Analysis of <i>Herding behavior</i> in Developing Countries	Ririn Stefani Silitonga, Isfenti Sadalia, Amlys Syahputra Silalahi, 2021	X1 = <i>Herding behavior</i> X2 = Fed Fund Rate X3 = VIX X4 = Oil Price Y = <i>Herding behavior</i> in Developing Countries	Penelitian ini menunjukkan bahwa perilaku <i>herding</i> tidak ditemukan di negara-negara berkembang. Namun, hasil penelitian juga mengungkap bahwa fed fund rate memiliki pengaruh signifikan terhadap perilaku <i>herding</i> di negara berkembang, khususnya di Indonesia.
12	Cross herding between American industries and the oil market	Houda BenMabrouka, Houda Litimi, 2018	X1 = Oil Price Y1 = <i>Herding behavior</i> in American Industries	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>herding</i> tidak terdeteksi di semua sektor. Namun, penggiringan sektor lebih terlihat saat pasar minyak mengalami penurunan dibandingkan saat kenaikan. Kami juga menemukan bahwa volatilitas pasar minyak dan sentimen investor mengurangi <i>herding</i> di sektor-sektor tersebut.
13	Does speculation in the oil market drive investor herding in	Mehmet Balcilar, Rıza Demirer, Talat Ulussever, 2017	X1 = Speculation In The Oil Market	Hasil penelitian menunjukkan bahwa aktivitas spekulatif di pasar minyak berkorelasi positif dengan

	emerging stock markets?		Y = Herding in Emerging Stock Markets	perilaku anti- <i>herding</i> di pasar saham negara-negara tersebut.
14	Do Oil Prices and Financial Indicators Drive the <i>Herding behavior</i> in Commodity Markets?	Mouna Youssef, 2020	X1 = Oil Price Y = <i>Herding behavior</i> in Commodity Markets	Dengan menggunakan pendekatan yang beragam dari waktu ke waktu, hasilnya menunjukkan bahwa <i>herding</i> terjadi di hampir semua sektor, terutama selama dan setelah krisis keuangan global. Selain itu, harga minyak terbukti berperan signifikan dalam mendorong <i>herding</i> di kalangan investor di sektor energi.
15	Regime-dependent <i>Herding behavior</i> in Asian and Latin American stock markets	M. Humayun Kabir, Shamim Shakur, 2018	X1 = <i>Herding behavior</i> X2 = High Volatility Regime Of VIX Y1 = Asian and Latin American stock markets Y2 = <i>Herding behavior</i>	Ditemukan bahwa <i>herding</i> lebih dipicu oleh volatilitas tinggi daripada rendahnya pengembalian saat pasar sedang mengalami tekanan. <i>Herding</i> juga sering terjadi pada saat tingkat volatilitas VIX di AS tinggi. Temuan ini menekankan pentingnya sentimen pasar AS dalam mempengaruhi perilaku <i>herding</i> investor.

16	<i>Herding behavior</i> In The Sharia Capital Market On Investment Decisions	Adibah Yahya, Azhar Affandi, Aldrin Herwani, Atang Hermawan, Jaja Suteja, 2024	X1 = Volatility X2 = Exchange Rate X3 = Market Sentiment X4 = Firm Size Y1 = <i>Herding behavior</i> Y2 = Investment Decision Z = Information Asymmetry	Hasilnya menunjukkan bahwa volatilitas, nilai tukar, sentimen pasar, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap perilaku <i>herding</i> . Selain itu, asimetri informasi meningkatkan dampak perilaku <i>herding</i> pada keputusan investasi.
17	Analysis Of Aggregate <i>Herding behavior</i> In The Capital Market: Evidence From Indonesia And Singapore	Gusni, Nugraha, Dimas, Tomas Chochole, 2023	X1 = Oilprice X2 = Fed Fund rate Y = <i>Herding behavior</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku <i>herding</i> secara keseluruhan hanya terjadi di pasar modal Singapura, sementara di Indonesia perilaku <i>herding</i> tidak ditemukan. Pengujian asymmetric <i>herding</i> di kedua pasar menunjukkan bahwa tidak ada kecenderungan <i>herding</i> baik saat pasar sedang naik maupun turun. Faktor global seperti pengumuman fed fund rate dan harga minyak terbukti berperan

				signifikan dalam mendorong <i>herding</i> di pasar modal Singapura, sedangkan di Indonesia hanya harga minyak yang berpengaruh.
18	Analisis Perilaku Herding Berdasarkan Kondisi Pasar Dengan Asimetri Informasi Sebagai Variabel Pemoderasi	Putu Wira Sugiantara, 2022	X1 = <i>Herding behavior</i> Y = Bursa Efek Indonesia Z = Asimetri Informasi	Hasilnya menunjukkan bahwa secara umum <i>herding</i> terjadi di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2020. <i>Herding</i> juga ditemukan ketika pasar sedang naik, namun berbeda dengan kondisi pasar turun di mana <i>herding</i> tidak terdeteksi. Menariknya, penelitian ini mengungkap bahwa asimetri informasi berperan sebagai variabel moderasi yang memperkuat terjadinya <i>herding</i> .
19	Asymmetric effect of oil prices on herding in commodity markets	Mouna Youssef, Khaled Mokni, 2020	X = Fluktuasi harga minyak Y = <i>Herding behavior</i>	Penelitian ini menyimpulkan bahwa perilaku herding di pasar komoditas bersifat dinamis, bergantung pada sektor dan waktu waktu tertentu. Herding lebih dominan selama dan setelah krisis keuangan global 2008, menunjukkan bahwa ketidakpastian pasar mendorong investor untuk mengikuti perilaku kelompok. Penelitian ini juga menemukan dampak asimetris dari fluktuasi harga minyak terhadap

				herding. Penurunan harga minyak lebih sering memicu herding dibandingkan kenaikannya, terutama di sektor energi, sedangkan di sektor pertanian, kenaikan harga minyak mengurangi herding, sementara penurunan harga tidak signifikan. Di sektor logam, fluktuasi harga minyak tidak berpengaruh signifikan terhadap herding. Selain itu, harga minyak memiliki dampak simetris pada herding untuk semua sektor selama waktu normal.
	Herding in the Australian stock market during the era of COVID-19: the roles of liquidity, government interventions and mood contagion	Nhan Huynh. Dat Thanh Nguyen, Quang Thien Tran, 2023	X1 = Liquidity X2 = government interventions X3 = sentiment contagion <i>Y = Herding behavior in the Australia Stock Market</i>	Penelitian ini menunjukkan bahwa kecenderungan herding cenderung lebih menonjol pada tahap awal krisis, tetapi menjadi kurang signifikan pada tahap selanjutnya ketika reverse herding mulai terlihat. Dengan mempertimbangkan likuiditas saham, herding hanya terdeteksi selama waktu dengan tingkat likuiditas yang sangat tinggi, terutama pada saham-saham yang sangat likuid, yang lebih umum terjadi pada fase awal krisis.

Tabel 1 Penelitian Terdahulu

## 2.2 Kajian Teoritis

### 2.2.1 *Efficient Market Hypothesis*

Pada rentang waktu dari permulaan hingga pertengahan era 1960-an, paradigma yang mendominasi dalam determinasi harga aset keuangan telah berevolusi menjadi sebuah proposisi yang dikenal dalam literatur sebagai hipotesis pasar efisien. Konstruksi teoretis ini memperoleh legitimasi akademis yang substansial melalui kontribusi penelitian groundbreaking, khususnya melalui karya ilmiah yang dipublikasikan oleh Fama (1970). Mengacu pada elaborasi konseptual yang diajukan Fama (1970) dalam studinya yang komprehensif, hipotesis pasar efisien mengartikulasikan bahwa suatu pasar keuangan dapat dikategorikan sebagai efisien ketika nilai intrinsik aset-aset yang diperdagangkan di dalamnya secara akurat merefleksikan keseluruhan informasi yang terkonsolidasi dalam ekosistem perdagangan saham.

Pada dasarnya *Efficient Market Hypothesis* menggambarkan kondisi persaingan yang sempurna. Hipotesis ini sering digunakan dalam teori ekonomi neo klasik. Persaingan sempurna mengasumsikan bahwa investor akan berupaya memaksimalkan keuntungan dengan bertindak secara rasional dan menghindari risiko (Fakhry, 2016). Asumsi mengenai perilaku investor ini diperluas dalam konsep *Efficient Market Hypothesis* yang diusulkan oleh Fama (1970)

Fama (1970) menerbitkan artikelnya yang menyimpulkan bahwa pasar yang didalamnya terdapat investor yang bertindak secara rasional, memaksimalkan keuntungan dengan aktif bersaing dan mencoba untuk memprediksi nilai pasar di masa depan serta informasi yang tersedia saat ini dapat diakses bebas oleh semua investor termasuk pasar yang efisien. Selain itu Fama (1970) dalam artikelnya membagi pasar efisien menjadi tiga bentuk yaitu: kuat, semi-kuat, dan lemah.

Dalam formulasi teoretis yang dikemukakan Fama (1970), efisiensi pasar bentuk lemah dikarakterisasi oleh kondisi dimana valuasi sekuritas menginkorporasi totalitas data historikal yang ada. Implikasi dari fenomena ini adalah ketidakmungkinan pelaku pasar untuk mengakumulasi return di atas normal dari aktivitas investasinya. Manifestasi dari hipotesis ini mengindikasikan pergerakan harga yang bersifat random walk. Sementara itu, efisiensi pasar bentuk semi-kuat merepresentasikan suatu keadaan dimana valuasi aset mengintegrasikan dua dimensi informasional: data historikal dan informasi yang terpublikasi. Dalam konteks ini, implementasi analisis teknikal maupun fundamental menjadi tidak relevan. Adapun efisiensi pasar bentuk kuat mendeskripsikan situasi dimana harga aset mengakomodasi tiga spektrum informasi secara komprehensif: data historikal keuangan, informasi publik keuangan, serta data privat terkait instrumen finansial tersebut.

#### 2.2.2 *Behavioral Finance*

Selama beberapa dekade terakhir, berbagai karakteristik perilaku manusia telah ditemukan yang secara konsisten menyimpang dari asumsi rasionalitas prosedural yang tanpa batas, terutama yang dijelaskan dalam model ekonomi neoklasik tradisional (Frey & Eichenberger, 1994). Penelitian De Bondt & Thaler (1995) yang menunjukkan bahwa investor bereaksi berlebihan terhadap informasi baru di pasar saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar tidak selalu dalam keadaan efisien dan sering kali muncul fenomena pasar yang aneh. Oleh karena itu, ditemukan teori alternatif dari *Efficient Market Hypothesis* yaitu *Behavioral Finance*. Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Tversky & Kahneman (1974) yang mengkaji bagaimana bias psikologis dan heuristik memengaruhi pengambilan keputusan ekonomi. Konsep ini kemudian diperluas oleh R. Thaler (1980) di dalam artikelnya yang membahas bagaimana preferensi, bias, dan emosi memengaruhi keputusan ekonomi dan finansial individu, memperkenalkan kerangka kerja psikologi dalam pengambilan keputusan keuangan yang menjadi dasar utama dari *Behavioral Finance*.

De Bondt & Thaler (1995) dalam artikelnya menjelaskan *Behavioral Finance* sebagai pendekatan dalam keuangan yang memahami bahwa manusia sering kali tidak bertindak sepenuhnya rasional dalam membuat keputusan keuangan. Pendekatan ini menggabungkan unsur psikologis ke dalam analisis ekonomi, terutama untuk menguraikan situasi di mana investor bertindak berbeda dari apa yang diharapkan dalam model ekonomi tradisional. Dalam *Behavioral Finance*, bias kognitif dan emosional memengaruhi keputusan investasi serta dapat menyebabkan ketidaknormalan di pasar keuangan. *Behavioral Finance* menganggap pasar tidak efisien dan memungkinkan investor akan mendapatkan imbal hasil abnormal dengan menerapkan strategi berdasarkan informasi masa lalu (Barberis & Thaler, 2002)

Shiller (2003) dalam penelitiannya menantang hipotesis pasar efisien dengan menunjukkan bahwa *Behavioral Finance* dapat mengidentifikasi penyimpangan dalam pola perilaku investor. Hirshleifer et al. (2001) menjelaskan bahwa dari perspektif psikologi investor, risiko dan penilaian yang kurang akurat memengaruhi harapan terhadap return sekuritas. Nair & Antony (2013) menegaskan dalam penelitian mereka bahwa investor sering menunjukkan perilaku tidak rasional dan cenderung menghindari risiko dengan menggunakan kinerja masa lalu sebagai acuan untuk memprediksi kinerja di masa depan.

Dalam teori keuangan konvensional, investor dipandang sebagai "rasional," sementara dalam *Behavioral Finance*, investor dipandang sebagai "normal." Investor rasional tidak memiliki kesalahan dalam berpikir, memiliki kendali diri yang sempurna, selalu sadar akan risiko, dan tidak pernah khawatir menyesal. Mereka hanya fokus pada manfaat praktis, bukan pada hal-hal yang mencerminkan nilai pribadi. Namun, investor normal tidak bertindak seperti itu (Statman, 2014). *Behavioral Finance* memberikan landasan alternatif dibandingkan dengan teori keuangan tradisional. Menurut *Behavioral Finance* (Statman, 2014):



1. Manusia bertindak secara wajar, tidak selalu dengan pertimbangan rasional.
2. Pasar tidak sepenuhnya efisien, meskipun tetap sulit untuk ditandingi.
3. Investor menyusun portofolio berdasarkan teori portofolio perilaku.
4. Imbal hasil yang diharapkan dari investasi dijelaskan oleh teori penentuan harga aset perilaku, di mana variasi imbal hasil lebih dipengaruhi oleh perbedaan risiko.

Thaler (1999) dalam penelitiannya yang berjudul “The End of *Behavioral Finance*” menjelaskan bahwa pada akhirnya teori keuangan modern tidak dapat menjawab dan asumsi *Behavioral Finance* mulai berlaku. Dalam penelitian ini terdapat lima bidang perilaku yang kenyataannya bertentangan dengan teori keuangan yaitu, volume, volatility, dividen, teka-teki ekuitas premium, dan prediktabilitas. Dalam penelitian ini juga menegaskan bahwa pada akhirnya *Behavioral Finance* tidak akan lagi menjadi perdebatan karena para ekonom keuangan akan terbiasa mempertimbangkan peran perilaku manusia dalam mempengaruhi harga saham.

### 2.2.3 *Herding behavior*

Banerjee & Cvii (1992) menjelaskan perilaku *herding* sebagai keadaan dimana investor meniru keputusan investasi yang diambil oleh investor lain, walaupun informasi yang mereka miliki mungkin menunjukkan tindakan yang berbeda. Pada *herding behavior*, investor cenderung akan menahan keputusan investasi yang sudah diyakini mereka dan mengambil keputusan investasi berdasarkan informasi yang kebanyakan ada di pasar, walaupun sebenarnya mereka tidak yakin dan tiak setuju dengan keputusan tersebut.

Devenow & Welch (1996) serta Lao & Singh (2011) menyatakan bahwa ada dua sudut pandang dalam menjelaskan faktor-faktor yang memicu perilaku *herding* di pasar keuangan. Sudut pandang pertama mengasumsikan bahwa perilaku *herding* didorong oleh tindakan irasional,

sementara sudut pandang kedua berpendapat bahwa perilaku *herding* timbul dari tindakan yang rasional.

Sudut pandang irasional meyakini bahwa *herding* merupakan fenomena psikologis. Ini terjadi ketika pelaku pasar mengabaikan analisis mereka sendiri dan mengikuti konsensus pasar (Devenow & Welch, 1996). Christie & Huang (1995) menegaskan bahwa *herding* terjadi saat pelaku pasar mengikuti konsensus pasar, meskipun mereka yakin bahwa tindakan pasar kolektif tidak tepat. Hal ini disebabkan oleh keinginan individu untuk mengurangi ketidakpastian dan memenuhi kebutuhan akan kepercayaan diri (Hogg & Vaughan, 2005). Selain itu, Lao & Singh (2011) menyatakan bahwa saat investor dihadapkan pada situasi yang tidak pasti, kecemasan membuat mereka sulit untuk menganalisis dan membuat keputusan yang rasional. Oleh karena itu, mereka memilih untuk mengikuti pasar untuk mengurangi kecemasan.

Sementara itu, dalam sudut pandang yang menggiring tindakan sebagai rasional, fokus utama dalam menyelidiki penyebab *herding* adalah pada eksternalitas, kompensasi, dan pengambilan keputusan optimal dalam situasi di mana informasi terdistorsi (Devenow & Welch, 1996). Bikhchandani & Sharma (2001) mengidentifikasi tiga faktor penyebab perilaku *herding* sebagai tindakan yang rasional: informasi, reputasi, dan ketidaksempurnaan struktur kompensasi.

#### 2.2.4 *Herding behavior* dalam Pandangan Islam

*Herding behavior* dapat didefinisikan sebagai pola perilaku pasar yang mendasarkan strategi investasinya dengan mengimitasi keputusan investor lainnya. Adopsi keputusan investasi tanpa melakukan evaluasi komperhensif berpotensi mengekspos investor pada tingkat risiko yang substansial. Dalam kontesk spiritual, Al-Qur'an memberikan tuntutan eksplisit kepada umat manusia untuk tidak mengadopsi suatu Tindakan tanpa pemahaman yang memadai terhadap substansinya. Hal tersebut tertuang dalam Q.S Al Isra' ayat 36

وَلَا تَقْفُ مَا لَيْسَ لَكَ بِهِ عِلْمٌ إِنَّ السَّمْعَ وَالْبَصَرَ وَالْفُؤَادَ كُلُّ أُولَئِكَ كَانَ عَنْهُ  
مَسْئُولًا

Artinya: “Janganlah engkau mengikuti sesuatu yang tidak kauketahui. Sesungguhnya pendengaran, penglihatan, dan hati nurani, semua itu akan diminta pertanggungjawabannya”

Dari ayat tersebut, sebagai investor muslim jika ingin mengambil keputusan investasi diharuskan memiliki pengetahuan yang cukup dan tidak mengikuti keputusan investor lain. Secara tidak langsung, dampak yang akan investor alami jika mengikuti keputusan investor lain dalam hadits “Perumpamaan teman yang baik dan yang jahat adalah seperti orang yang membawa minyak wangi dan tukang pandai besi. Yang membawa minyak wangi, boleh jadi dia memberimu, atau kamu membeli daripadanya, atau paling tidak kamu mendapatkan harum semerbak daripadanya. Adapun tukang pandai besi, boleh jadi bajumu terbakar karenanya, atau kamu mendapatkan bau busuk daripadanya.” (HR Bukhari dan Muslim)

Dari hadits tersebut dapat diketahui bahwa, jika investor mengikuti investor yang sudah profesional dan memiliki banyak pengalaman, maka investor akan mengalami keuntungan. Sebaliknya jika investor mengikuti investor lain tanpa memastika kredibilitas investor tersebut, maka investor akan menghadapi risiko kerugian yang tinggi. Hasil investasi dari perilaku *herding behavior* dalam tentunya tidak akan optimal, terutama jika investor tidak memahami apa yang diikutinya.

### 2.3 Hipotesis

Hipotesis penelitian yang akan diuji kebenarannya melalui penelittian ini berdasarkan hasil beberapa penelitian terdahulu mengenai pengaruh fed fund rate, harga minyak, dan volatilitas pasar terhadap *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia adalah sebagai berikut:

#### 2.3.1 Fed Funds Rate mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia

Salah satu factor makroekonomi di pasar keuangan AS yang perubahannya mempengaruhi perkembangan pasar modal Indonesia adalah suku bunga. Factor yang lebih dikenal Fed Fund Rate (FFR) ini memiliki pengaruh yang berlawanan arah dengan pasar saham (Aldeki, 2024). Ketika suku bunga naik maka harga saham akan menurun karena investasi di tabungan lebih menarik daripada investasi di saham. Adanya pengumuman Fed Fund Rate (FFR) ini akan memicu investor yang memiliki lebih banyak informasi akan mempengaruhi investor yang memiliki sedikit informasi untuk mengikuti perilaku konsensus pasar sehingga mendorong adanya *herding behavior* (Arisanti, 2020). Terdapat penelitian yang menyatakan bahwa adanya Fed Fund Rate dapat mendorong adanya *herding behavior* (Arisanti, 2020; Rahman & Ermawati, 2020; Silitonga et al., 2021).

*H1: Fed Fund Rate mendorong adanya herding behavior di pasar saham syariah Indonesia*

### 2.3.2 Harga minyak mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia

Harga minyak baru-baru ini mempengaruhi pertumbuhan ekonomi negara-negara pengimpor dan pengeksport minyak, dan dalam situasi tertentu, hal ini memberikan wawasan kepada para investor mengenai bagaimana pasar saham negara-negara ini akan berkembang di masa depan (Ulussever & Demirer, 2017). *Herding behavior* lebih banyak ditemukan pada kondisi penurunan harga minyak di pasar karena investor menganggap hal tersebut menjadi sinyal negatif yang menyebabkan investor ketakutan sehingga mengikuti konsensus pasar dalam mengambil keputusan (BenMabrouk & Litimi, 2018). Perubahan harga minyak dunia dapat mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham. Terdapat beberapa penelitian yang mendukung pernyataan tersebut (Balcilar et al., 2014; Balcilar et al., 2017; Ulussever & Demirer, 2017; Youssef, 2022).

*H2: Oil price mendorong adanya herding behavior di pasar saham syariah Indonesia*

### 2.3.3 Volatilitas pasar mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia

Perilaku *herding* berpengaruh secara linear terhadap volatilitas. Informasi baru di pasar yang tidak pasti cenderung memicu peningkatan volatilitas, dan para pelaku pasar dengan keterbatasan informasi sering mengikuti arus tren pasar. Mereka cenderung membeli saat harga naik dan menjual ketika harga turun, menunjukkan pola perilaku yang mirip dengan fenomena *herding* (Blasco et al., 2012). Hal tersebut menunjukkan bahwa volatilitas pasar mendorong adanya *herding behavior* (Balcilar et al., 2014; Batmunkh et al., 2020; Ferrouhi, 2021; Yahya et al., 2024).

*H3: Volatilitas pasar mendorong adanya herding behavior di pasar saham syariah Indonesia*

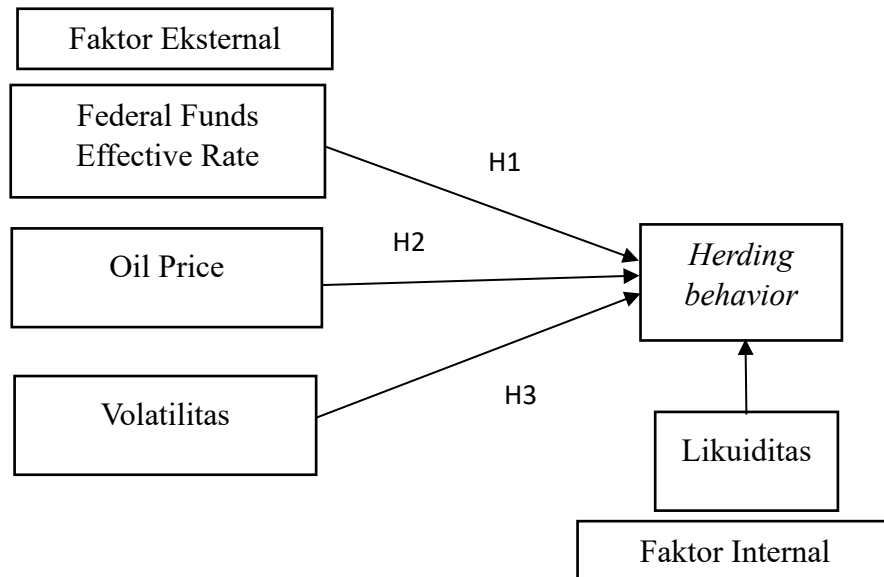
### 2.3.4 Likuiditas pasar mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia

Likuiditas, meskipun tidak memiliki definisi yang disepakati secara umum, dapat diartikan secara umum sebagai kemampuan untuk memperjualbelikan aset dalam jumlah besar dengan cepat dan biaya transaksi yang rendah (Galariotis et al., 2016). Likuiditas dapat diukur melalui rasio perputaran, yaitu dengan membandingkan jumlah transaksi yang terjadi dengan total kapitalisasi pasar (Aldeki, 2024). Pasar yang likuid dicirikan oleh rendahnya biaya transaksi, cepatnya eksekusi order, serta adanya kedalaman, keluasan, dan ketahanan pasar, yaitu adanya aliran order yang terus menerus. Likuiditas tinggi diartikan sebagai kemampuan untuk memperdagangkan aset dalam volume tinggi dan menjualnya segera dengan harga yang wajar (Sarr & Lybek, 2002).

Sesuai dengan yang dijelaskan dalam penelitian G. Kumar & Misra (2015) bahwa likuiditas dan efisiensi pasar tidak berjalan Bersama. Semakin likuid maka semakin tidak efisien suatu pasar. Tidak efisiennya pasar selanjutnya akan mendorong adanya *herding behavior*.

*H4: Likuiditas mendorong adanya herding behavior di pasar saham syariah Indonesia.*

## 2.4 Kerangka Konseptual



Gambar 2 Kerangka Konseptual

## **BAB III**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### **3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian**

Metodologi yang diimplementasikan dalam investigasi ini berlandaskan pada pendekatan kuantitatif. Mengacu pada konseptualisasi yang dikemukakan oleh Sugiyono (2013), metodologi kuantitatif berakar pada perspektif filosofis positivisme dan berorientasi pada eksplorasi karakteristik populasi atau sampel spesifik melalui teknik random sampling. Proses akuisisi data dilaksanakan menggunakan instrumen penelitian yang tervalidasi, dilanjutkan dengan pengolahan statistikal untuk verifikasi hipotesis yang telah diformulasikan. Investigasi ini didesain untuk mengeksplorasi signifikansi determinan internal dan eksternal terhadap fenomena herding dalam konteks perdagangan ekuitas syariah di Indonesia, dengan mengaplikasikan teknik analisis deskriptif sebagai basis metodologisnya.

#### **3.2 Lokasi Penelitian**

Lokasi penelitian mengacu pada lokasi di mana peneliti mengumpulkan data yang diperlukan. Galeri Investasi Indonesia menjadi lokasi penelitian ini untuk mendapatkan data terkait harga saham perusahaan yang tercatat dalam Jakarta Islamic Index.

#### **3.3 Populasi dan Sampel**

##### **3.1.1 Populasi**

Berdasarkan elaborasi konseptual yang dikemukakan oleh Sugiyono (2013), terminologi populasi merujuk pada suatu agregasi entitas, baik berupa objek maupun subjek, yang memenuhi kriteria spesifik yang telah ditetapkan oleh investigator untuk diteliti dan dianalisis dalam rangka penarikan konklusi. Dalam konteks studi ini, ruang lingkup populasi terintegrasi dengan seluruh entitas korporasi yang teregistrasi dalam Jakarta Islamic Index.

### 3.2.1 Sampel

Mengacu pada definisi Sugiyono (2013), sampel merepresentasikan subset populasi dengan karakteristik spesifik yang menjadi objek pengamatan. Studi ini menganalisis data historis harga ekuitas korporasi yang secara konsisten tercatat dalam Jakarta Islamic Index sepanjang periode 2019-2024, dengan sumber data berasal dari Daftar-saham IDX.

No	Nama Perusahaan
1	PT Adaro Energy Indonesia Tbk
2	PT Aneka Tambang Tbk
3	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
4	PT XL Axiata Tbk
5	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
6	PT Vale Indonesia Tbk
7	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
8	PT Indah Kiat Pulp & Paper Corp Tbk
9	PT Kalbe Farma Tbk
10	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
11	PT Bukit Asam Tbk
12	PT Semen Indonesia (Persero) Tbk
13	PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk
14	PT United Tractors Tbk
15	PT Unilever Indonesia Tbk

*Tabel 2 Sampel Perusahaan*

### 3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel, yang juga dikenal sebagai teknik sampling, mengandung beragam pendekatan dalam menentukan unit analisis riset. Klasifikasi fundamental sampling terbagi dalam dua pendekatan: Probability Sampling dan Nonprobability Sampling.

Penelitian ini mengimplementasikan pendekatan nonprobability sampling, suatu metodologi di mana elemen-elemen dalam populasi memiliki probabilitas tidak setara untuk diseleksi sebagai unit analisis.



Metodologi ini mencakup beberapa varian seperti snowball, kuota, jenuh, sampling sistematis, aksidental, dan purposive (Sugiyono, 2013). Dalam konteks studi ini, purposive sampling diadopsi sebagai instrumen seleksi spesimen analitis. Sugiyono (2013) mendefinisikan purposive sampling sebagai teknik yang mengaplikasikan kriteria spesifik dalam proses seleksi. Kriteria selektif yang diaplikasikan adalah entitas korporasi yang konsisten terdaftar di Jakarta Islamic Index selama rentang temporal 2019-2024.

No	Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index	30
2.	Perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index selama waktu 2019-2024 berturut-turut	15

*Tabel 3 Kriteria Sampel*

Pemilihan perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index secara berturut-turut selama waktu tersebut bertujuan untuk memastikan data yang konsisten dan representatif. Perusahaan-perusahaan ini dipilih karena mereka memenuhi kriteria saham syariah paling likuid di Indonesia, mencerminkan kondisi pasar syariah dengan lebih stabil. Selain itu, pemilihan ini mengurangi risiko bias akibat perubahan komposisi indeks yang dapat memengaruhi hasil analisis *herding behavior*. Dengan konsistensi keanggotaan, penelitian dapat lebih akurat dalam mengukur pengaruh faktor eksternal dan faktor internal dalam mendorong *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia selama waktu tertentu.

### 3.5 Data dan Jenis Data

Studi ini memanfaatkan data sekunder, yang menurut Siyoto & Sodik (2015) didefinisikan sebagai kumpulan informasi yang telah tersedia sebelumnya dimana peneliti berperan sebagai pengakses data, bukan pengumpul primer. Basis data penelitian ini mengintegrasikan beberapa variabel: kuotasi harian ekuitas di bursa Indonesia periode 24 Juli 2019 hingga 24 Juli 2024, indikator harga West Texas Intermediate crude oil,

parameter Fed Funds Rate, indeks volatilitas pasar, serta metrik likuiditas pasar. Data diperoleh dari yahoo.finance dan investing.com untuk diteliti, diinterpretasikan dan ditarik kesimpulan.

### 3.6 Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini mengadopsi teknik dokumentasi sebagai protokol akuisisi data empiris. Metode ini melibatkan pencarian data terkait variabel yang diteliti melalui sumber yang beragam, seperti buku, agenda, transkrip, prasasti, surat kabar, catatan, notulen rapat, majalah, dan lainnya (Siyoto & Sodik, 2015).

### 3.7 Definisi Operasional Variabel

Berikut adalah variabel yang peneliti gunakan di dalam penelitian ini:

Variabel	Indicator	Referensi
<i>Herding behavior</i>	Cross Section Average Deviation (CSAD) $CSAD_t = \beta_0 + \beta_1  R_{m,t}  + \beta_2 (R_{m,t})^2 + \varepsilon_t$	Chang et al. (2000)
Fed Funds Rate	Suku bunga kebijakan moneter Amerika Serikat.	Rahman & Ermawati (2020)
Harga Minyak	Minyak mentah berjangka, NY Merchantile Exchange untuk pengiriman 1 bulan	Rahman & Ermawati (2020)
Volatilitas Pasar	Ukuran risiko investasi dapat menunjukkan tingkat perubahan harga pasar saham selama beberapa waktu. $V = \frac{H_i - L_i}{H_i + L_i/2}$	Hooi et al. (2015)
Likuiditas Pasar	Likuiditas pasar merujuk pada kapasitas pasar untuk menghadapi perubahan	Karolyi et al. (2012)

	<p>sementara dalam penawaran dan permintaan tanpa menyebabkan gangguan yang berarti pada stabilitas harga.</p> $Liq_{i,t} = -\log\left(1 + \left(\frac{ R_{i,t} }{P_{i,t}VO_{i,t}}\right)\right)$	
--	---	--

Tabel 4 Definisi Operasional Variabel

### 3.8 Analisis Data

#### 3.8.1 Metode *Herding behavior*

Terdapat berbagai metode yang sering digunakan untuk mengidentifikasi herding behavior di pasar saham. Di antara berbagai pendekatan metodologis, dua formulasi yang mendominasi adalah konstruk Christie & Huang (1995) serta framework Chang et al. (2000). Studi ini mengimplementasikan metodologi Chang et al. (2000), dengan mengoperasionalkan Cross-Section Absolute Deviation (CSAD) sebagai indikator dispersi. Model ini sesuai dengan teori CAPM, Black (1972) yang memperkirakan adanya keterkaitan atau hubungan linear antara sensitivitas/risiko sistematis asset dan return pasar saham:

$$E_i(R_i) = \gamma_0 + \beta_i E_t(R_m - \gamma)$$

Dimana  $\gamma_0$  adalah portofolio beta nol,  $\beta_i$  adalah risiko sistematis dari keamanan  $i$ . karena terdapat perbedaan sensitivitas pada masing-masing asset ( $\beta$ ), model penetapan harga asset rasional memprediksi bahwa return dispersion, nilai deviasi setiap saham return to market portofolio, (CSAD), antara masing-masing aset mempunyai hubungan yang positif dan linier terhadap pengembalian portofolio pasar. Hal ini disebabkan adanya perbedaan sensitivitas atau reaksi aset terhadap perubahan return pasar (Beta), sehingga ketika terjadi peningkatan nilai absolut return pasar, maka sebaran return masing-masing aset di pasar akan meningkat secara linier. Namun jika terjadi perilaku *herding* dalam suatu pasar, dimana pelaku pasar cenderung mengikuti tindakan kolektif pasar dan mengabaikan analisa yang

telah dilakukan sendiri, maka perilaku tersebut akan meningkatkan korelasi antar return aset sehingga menyebabkan penyebaran antar aset. Imbal hasil di pasar menurun atau setidaknya meningkat tetapi kurang proporsional.

Oleh karena itu, Chang et al. (2000) menggunakan perhitungan return dispersion sebagai:

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

Dalam konteks ini, CSAD<sub>t</sub> merepresentasikan nilai Cross Section Absolute Deviation pada interval t, dengan R<sub>(i,t)</sub> menunjukkan return harian ekuitas i pada periode t, sementara R<sub>(m,t)</sub> mengekspresikan return rata-rata berbobot ekuivalen pada waktu t, dan N merepresentasikan agregat instrumen dalam portofolio pasar. Untuk mengevaluasi eksistensi fenomena herding dalam dinamika pasar modal secara komprehensif, dilakukan analisis regresi dengan model berikut:

$$CSAD_t = \beta_0 + \beta_1 |R_{m,t}| + \beta_2 (R_{m,t})^2 + \varepsilon_t$$

Karena CAPM dalam penelitian Black (1972) mengasumsikan adanya hubungan linier dan positif antara return pasar dengan CSAD, maka jika dalam suatu pasar tidak terdapat *herding behavior* maka koefisien  $\beta_1$  akan bernilai positif dan nilai koefisien  $\beta_2$  adalah nol. Sedangkan dengan adanya *herding* terdapat hubungan yang tidak linier sehingga nilai  $\beta_2$  akan bertanda negatif.

### 3.8.2 Likuiditas Pasar

Peneliti melakukan modifikasi ukuran berdasarkan metode yang dikembangkan oleh Karolyi et al. (2012) untuk mengukur aspek likuiditas, bukan ketidaklikuiditas. Penyesuaian ini dilakukan agar indikator yang digunakan lebih relevan dalam menggambarkan kemudahan perdagangan aset di pasar. Berikut adalah variabel yang peneliti gunakan:

$$Liq_{i,t} = -\log\left(1 + \left(\frac{|R_{i,t}|}{P_{i,t}VO_{i,t}}\right)\right)$$

Dimana,  $R_{i,t}$ ,  $P_{i,t}$ , dan  $VO_{i,t}$  masing-masing merepresentasikan return, harga, dan volume perdagangan saham i pada waktu t. Ketiga

komponen ini digunakan untuk menganalisis performa saham serta mengidentifikasi pola perdagangan selama waktu tertentu. Likuiditas rata-rata di seluruh saham dihitung dengan menggabungkan data dari berbagai saham, sehingga memberikan gambaran menyeluruh mengenai kondisi likuiditas pasar. Rumus berikut digunakan untuk menghitung likuiditas rata-rata:

$$Liq_{m,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Liq_{i,t}$$

### 3.8.3 Analisis Statistik Deskriptif

Merujuk pada Sugiyono (2019), statistik deskriptif merupakan cabang analisis statistikal yang berfungsi untuk mengeksplorasi karakteristik data secara eksplisit melalui visualisasi dan interpretasi langsung dari set data yang terakumulasi, tanpa melakukan inferensi atau ekstraksi kesimpulan universal. Dalam penelitian ini, data sampel hanya dideskripsikan tanpa ditarik kesimpulan yang berlaku secara umum untuk populasi penelitian. Nilai minimal, maksimal, standar deviasi, dan mean merupakan data yang akan dideskripsikan pada penelitian ini.

### 3.8.4 Uji Asumsi Klasik

De Aghna et al. (2024) mendefinisikan uji asumsi klasik sebagai prasyarat statistikal yang wajib terpenuhi dalam implementasi analisis regresi linear berganda dengan metodologi ordinary least square (OLS). Evaluasi asumsi klasik mencakup pengujian multikolinearitas, heteroskedastisitas, normalitas, dan autokorelasi. Verifikasi terhadap seluruh asumsi ini merupakan kondisi prasyarat untuk progresi ke tahap analisis selanjutnya, yakni eksekusi regresi linear berganda dan validasi hipotesis. Proses pengolahan data statistik ini dilakukan dengan bantuan aplikasi Eviews 12.

#### 1. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas mengacu pada kondisi interdependensi antar variabel independen, yang mengindikasikan absennya independensi absolut antar prediktor. Dalam konteks deteksi multikolinearitas,

Variance Inflation Factor (VIF) berfungsi sebagai instrumen diagnostik dalam analisis regresi multivariate untuk mengidentifikasi eksistensi korelasi antar variabel prediktor. Jika nilai VIF melebihi 10, hal ini menunjukkan adanya masalah multikolinearitas yang signifikan, yang dapat mengganggu keakuratan hasil analisis regresi (Ryan, 2009).

## 2. Uji Normalitas

Sugiyono (2017) mengkonseptualisasikan uji normalitas sebagai instrumen evaluasi karakteristik distribusional variabel penelitian. Signifikansi pengujian ini terletak pada prasyarat implementasi statistik parametrik yang mengharuskan normalitas distribusi data. Dalam perspektif Ghozali (2018), model regresi optimal dicirikan oleh distribusi data yang mengikuti atau mendekati kurva normal, dimana penyebaran nilai deviasi mengikuti trajektori garis diagonal. Ghozali (2018) lebih lanjut menekankan bahwa deviasi dari pola tersebut mengindikasikan non-normalitas distribusi. Investigasi ini mengimplementasikan metodologi Jarque-Bera dengan threshold signifikansi 0,05 untuk mengevaluasi normalitas distribusi, dimana hasil non-signifikan mengindikasikan absennya normalitas.

## 3. Uji Heterokedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dilakukan untuk mengupayakan agar sisa nilai dalam model regresi memiliki standar deviasi yang tetap, yang disebut dengan homoskedastisitas (Ghozali, 2018). Jika ditemukan variasi yang tidak seragam dalam data (heteroskedastisitas), hasil pengujian hipotesis dapat menjadi tidak valid dan berisiko menghasilkan kesimpulan yang keliru. Dalam penelitian ini, deteksi heteroskedastisitas dilakukan menggunakan Uji Heteroskedastisitas Glejser.

## 4. Uji Autokorelasi

Mengacu pada Ghozali (2018), evaluasi autokorelasi bertujuan untuk mendeteksi eksistensi relasi temporal antara komponen residual pada periode  $t$  dengan komponennya pada interval  $t-1$  dalam konstruksi

model regresi. Metodologi Durbin-Watson (DW) merupakan instrumen diagnostik preferensial dalam identifikasi fenomena autokorelasi. Adapun ketentuannya adalah sebagai berikut:

- a. Jika  $DW < dL$ , artinya terdapat korelasi positif.
- b. Jika  $dL \leq DW \leq dU$ , maka tidak ada kesimpulan yang bisa diambil.
- c. Jika  $dU < DW < 4 - dU$ , berarti tidak ada korelasi positif maupun negatif.
- d. Jika  $4 - dU \leq DW \leq 4 - dL$ , maka tidak ada kesimpulan yang bisa diambil.
- e. Jika  $DW > 4 - dL$ , menunjukkan adanya korelasi negatif.

### 3.8.5 Analisis Regresi Linear Berganda

Metodologi regresi diimplementasikan untuk mendeteksi manifestasi herding behavior dalam dinamika pasar ekuitas syariah Indonesia. Walliman (2011) mengkonseptualisasikan regresi berganda sebagai teknik analisis yang mengeksplorasi efek simultan dari multiple variabel independen terhadap satu variabel dependen metrik. Studi ini mengadopsi dan memodifikasi framework regresi Chang et al. (2000) sebagai basis estimasi fenomena herding. Untuk mengidentifikasi pengaruh external dan internal factor dalam mendorong adanya herding behavior, peneliti memodifikasi persamaan yaitu:

$$CSAD = \beta_0 + \beta_1 |R_{m,t}| + \beta_2 (R_{m,t})^2 + \beta_3 (D1 \times R_{m,t}^2) + \beta_4 (D2 \times R_{m,t}^2) + \beta_5 FFR + \beta_6 OILPRICE + \beta_7 VIX$$

Dimana,

$CSAD$  = deviasi absolut cross-sectional dari return pasar  $m$  pada waktu  $t$ , yang menggambarkan seberapa jauh return individu emiten menyimpang dari return pasar secara keseluruhan.

$|R_{m,t}|$  = absolut return pasar pada waktu  $t$ , dihitung dari absolut rata-rata tertimbang return tiap emiten.

$R_{m,t}$  = return pasar pada waktu  $t$ , dihitung dari rata-rata tertimbang return tiap emiten.

D1 dan D2 = variable dummy yaitu variable ketika likuiditas pasar berada di ekor atas 25% dan ekor bawah 25% dari kurva distribusi

FFR<sub>t</sub> = mencerminkan tingkat suku bunga kebijakan moneter Amerika Serikat pada waktu t.

OILPRICE<sub>t</sub> = merepresentasikan harga minyak mentah West Texas Intermediate pada waktu t.

VIX<sub>t</sub> adalah volatilitas pasar saham Indonesia secara keseluruhan untuk waktu t.

### 3.8.6 Signifikansi Parsial (*t-Test*)

Uji t dilakukan untuk menilai sejauh mana variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen secara individual (Ghozali, 2018). Pada pengujian signifikansi, statistik dinyatakan berpengaruh atau signifikan apabila nilai pengujian terletak di area kritis, yang mengindikasikan penolakan terhadap hipotesis nol. Sebaliknya, apabila nilai pengujian terletak di area penerimaan, maka tidak terjadi penolakan terhadap hipotesis nol.

### 3.8.7 Signifikansi Linear Berganda (*F-Test*)

Gujarati dan Porter (2010) mendefinisikan uji F sebagai instrumen statistikal untuk mengevaluasi signifikansi kolektif variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Ketika nilai statistik F kalkulasi melampaui F kritis, terjadi penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ), mengindikasikan eksistensi pengaruh simultan yang signifikan dari prediktor terhadap respon pada level signifikansi 5%.



## **BAB IV**

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

#### 4.1 Hasil Penelitian

##### 4.1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Indeks saham syariah berfungsi sebagai parameter kuantitatif yang merepresentasikan performa instrumen ekuitas berbasis prinsip syariah berdasarkan kriteria spesifik. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menginisiasi Daftar Efek Syariah (DES) sebagai instrumen seleksi ekuitas syariah. Bursa Efek Indonesia (BEI) mengadopsi DES sebagai referensi fundamental tanpa melakukan proses screening independen. Konstruksi indeks ini difokuskan untuk memfasilitasi investor dalam mengimplementasikan strategi investasi berbasis syariah di pasar modal. BEI secara berkelanjutan menginisiasi pengembangan indeks syariah untuk mengakomodasi kebutuhan pasar. Dalam ekosistem pasar modal syariah Indonesia, terdapat lima varian indeks syariah, dengan Jakarta Islamic Index (JII) sebagai salah satu komponennya.

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan pionir indeks syariah yang diinaugurasi pada 3 Juli 2000 di pasar modal Indonesia. Indeks ini mengkompilasi 30 instrumen ekuitas syariah dengan tingkat likuiditas superior yang terdaftar di BEI. Paralel dengan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), proses evaluasi konstituen JII dieksekusi secara biannual pada periode Mei dan November, bersinkronisasi dengan siklus peninjauan DES oleh OJK. BEI memiliki otoritas dalam seleksi dan determinasi komponen saham syariah yang terintegrasi dalam JII. Proses seleksi ini didasarkan pada kriteria likuiditas sebagai berikut:

1. Saham syariah tersebut harus menjadi bagian dari ISSI dan telah tercatat selama enam bulan terakhir.

2. Dari saham-saham tersebut, dipilih 60 saham dengan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama satu tahun terakhir.
3. Dari 60 saham tersebut, dipilih lagi 30 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian tertinggi di pasar reguler.
4. Saham yang lolos seleksi ini menjadi 30 konstituen JII.

Penelitian ini fokus pada entitas korporasi yang secara konsisten terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) sepanjang periode 2019-2024. Berdasarkan kriteria tersebut, teridentifikasi 15 korporasi yang mempertahankan posisinya dalam JII secara berkelanjutan: PT Adaro Energy Indonesia Tbk, PT Aneka Tambang Tbk, PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk, PT XI Axiata Tbk, PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk, PT Vale Indonesia Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Indah Kiat Pulp & Paper Corp Tbk, PT Kalbe Farma Tbk, PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk, PT Bukit Asam Tbk, PT Semen Indonesia (Persero) Tbk, PT Telkom Indonesia (Persero) Tbk, PT United Tractors Tbk, dan PT Unilever Indonesia Tbk.

Dari daftar perusahaan tersebut dapat diketahui bahwa pada pasar saham syariah tidak hanya terdiri dari perusahaan yang berbasis syariah, tetapi juga perusahaan konvensional yang memenuhi kriteria saham syariah yang diseleksi oleh Otoritas Jasa Keuangan. Hal ini menunjukkan bahwa investor non-muslim yang tidak memperhatikan prinsip syariah juga berpartisipasi dalam pasar syariah ini. Oleh karena itu, pasar saham syariah juga termasuk bagian makroekonomi yang juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi secara keseluruhan sehingga ketika kinerja pasar saham syariah kurang baik, investor juga akan cenderung mengikuti investor lain yang kemudian akan mendorong adanya herding behavior (Rizal & Damayanti, 2019).

#### 4.1.2 Hasil Analisis Deskriptif

Merujuk pada Sugiyono (2019), statistik deskriptif merupakan metodologi analisis yang memfasilitasi interpretasi data melalui deskripsi langsung dari set data terakumulasi, tanpa melakukan generalisasi atau inferensi komprehensif. Studi ini mengintegrasikan enam parameter analitis: variabel dependen Y (Cross-Section Absolute Deviation/CSAD) dan lima variabel independen - X1 (Fed Fund Rate), X2 (Harga Minyak), X3 (Volatilitas Pasar), X4 (Likuiditas Pasar Ekor Bawah), serta X5 (Likuiditas Pasar Ekor Atas).

	CSAD	X1	X2	X3	X4	X5
Mean	0.015632	2.176866	69.66466	0.011774	6.49E-05	1.42E-05
Median	0.014563	1.570000	72.90000	0.009876	0.000000	0.000000
Maximum	0.077950	5.330000	123.7000	0.104675	0.010385	0.000873
Minimum	0.004943	0.040000	-37.63000	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.005965	2.176866	69.66466	0.011774	0.000450	5.68E-05
Observation	1155	1155	1155	1155	1155	1155

Tabel 5 Hasil Uji Statistik Deskriptif

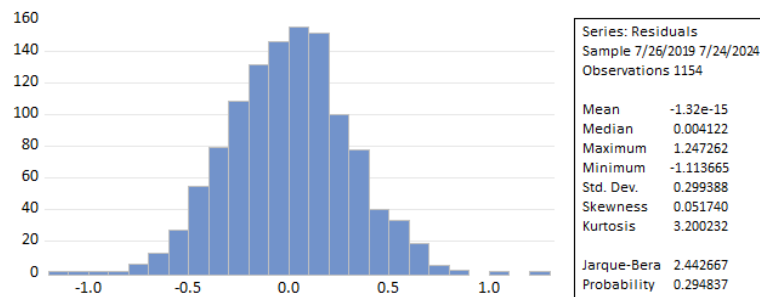
Merujuk pada Tabel 5, indikator herding behavior yang dikalkulasi menggunakan Cross Section Absolute Deviation (CSAD) menunjukkan nilai tertinggi 0,077950, terendah 0,004943, dengan rerata 0,015632, dan dispersi standar 0,005965. Parameter Fed Fund Rate (X1) terkarakterisasi oleh nilai minimum 0,040000, maksimum 5,330000, mean 2,176866, dan deviasi standar 2,176866. Indikator Harga Minyak (X2) terekam dengan nilai terendah -37,63000, tertinggi 123,7000, rerata 69,66466, dan dispersi standar 69,66466. Metrik Volatilitas Pasar (X3) memperlihatkan nilai minimum 0,000000, maksimum 0,104675, mean 0,011774, dan deviasi standar 0,011774. Parameter Likuiditas Pasar Ekor Bawah (X4) terkuantifikasi dengan nilai minimum 0,000000, maksimum 0,010385, rerata 6,49E-05, dan dispersi standar 0,000450. Terakhir, indikator Likuiditas Pasar Ekor Atas

(X5) teridentifikasi dengan nilai terendah 0,000000, tertinggi 0,000873, mean 1,42E-05, dan deviasi standar 5,68E-05.

#### 4.1.3 Uji Asumsi Klasik

##### 4.1.3.1 Uji Normalitas

Sugiyono (2017) mengkonseptualisasikan uji normalitas sebagai instrumen analitis untuk mengevaluasi karakteristik distribusional dari variabel-variabel dalam konteks penelitian. Hal ini penting karena data yang tidak berdistribusi normal tidak memungkinkan penggunaan metode statistik parametrik untuk pengujian hipotesis. Hasil uji normalitas dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:



Gambar 3 Hasil Uji Normalitas

Berdasarkan Gambar 3 menunjukkan bahwa pada penelitian ini hasil dari uji normalitas menghasilkan nilai probability signifikan sebesar  $0,294837 > 0,05$ . Hal ini dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini terdistribusi normal.

##### 4.1.3.2 Uji Multikoleniaritas

Fenomena multikoleniaritas mengindikasikan eksistensi interdependensi antar variabel prediktor, yang menunjukkan absennya independensi absolut dalam struktur variabel. Variance Inflation Factor (VIF) merupakan instrumen diagnostik preferensial dalam identifikasi

multikolinearitas. Berikut dipaparkan hasil evaluasi multikolinearitas dalam investigasi ini:

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.025720	328.5539	NA
$ R_{m,t} $	9.264824	12.68992	6.959252
$R_{m,t}^2$	3.88E-05	62.56355	2.896299
X1	2.01E-05	2.435145	1.216860
X2	2.43E-07	16.37137	1.273823
X3	3.116675	7.923141	2.398998
X4	1386.876	3.664788	3.589976
X5	29395.25	1.285760	1.209473

Tabel 6 Hasil Uji Multikoleniaritas

Berdasarkan Tabel 6 dapat diketahui bahwa dari semua variabel menunjukkan hasil VIF yang kurang dari 10. Hal ini menunjukkan bahwa data dalam penelitian ini tidak terjadi multikoleniaritas yang ditunjukkan dengan nilai VIF absolut market retur  $|R_{m,t}|$  sebesar 6.959252, kuadrat market return  $R_{m,t}^2$  sebesar 2.896299, X1 (Fed Fund Rate) sebesar 1.216860, X2 (Harga Minyak) sebesar 1.273823, X3 (Volatilitas Pasar) sebesar 2.398998, X4 (Likuiditas Pasar Ekor Bawah) sebesar 3.589976, dan X5 (Likuiditas Pasar Ekor Atas) sebesar 1.209473.

#### 4.1.3.3 Uji Heterokedastisitas

Mengacu pada Ghozali (2018), evaluasi heteroskedastisitas bertujuan untuk memverifikasi konsistensi deviasi standar residual dalam model regresi, suatu karakteristik yang diistilahkan sebagai homoskedastisitas. Berikut dipaparkan hasil analisis heteroskedastisitas menggunakan metodologi Glejser:

Heteroskedasticity Test: Glejser			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	0.653011	Prob. F(9,1144)	0.7519
Obs*R-squared	5.898174	Prob. Chi-Square(9)	0.7501
Scaled explained SS	5.901192	Prob. Chi-Square(9)	0.7498

Tabel 7 Hasil Uji Heterokedastisitas

Evaluasi data pada Tabel 7 mengindikasikan nilai Prob. Chi-Square(10) sebesar 0,7498, yang melampaui threshold signifikansi 0,05. Hasil ini memvalidasi absensi heteroskedastisitas dalam model regresi yang dianalisis.

#### 4.1.3.4 Uji Autokorelasi

Ghozali (2018) mendefinisikan evaluasi autokorelasi sebagai metode untuk mendeteksi relasi sekuensial antara komponen residual pada interval t dengan komponennya pada periode t-1 dalam konstruksi model regresi. Instrumen diagnostik Durbin-Watson (DW), yang diinisiasi oleh Durbin dan Watson, merupakan metodologi preferensial dalam identifikasi fenomena autokorelasi. Hasil uji autokorelasi pada penelitian ini yaitu sebagai berikut:

R-squared	0.238203	Mean dependent var	-4.219331
Adjusted R-squared	0.232210	S.D. dependent var	0.343016
S.E. of regression	0.300563	Akaike info criterion	0.442312
Sum squared resid	103.3471	Schwarz criterion	0.486081
Log likelihood	-245.2138	Hannan-Quinn criter.	0.458831
F-statistic	39.74589	Durbin-Watson stat	2.058188
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel 8 Hasil Uji Autokorelasi

Berdasarkan Tabel 8 dapat diketahui bahwa data tersebut juga tidak terjadi adanya autokorelasi. Hal ini ditunjukkan oleh nilai Durbin-Watson stat sebesar 2,058188. Nilai tersebut berada diantara  $DU (1.89259) < DW (2,058188) < 4-DU (2,10741)$ .

#### 4.1.3.5 Signifikansi Parsial (*t-Test*)

Implementasi uji t dieksekusi untuk mengevaluasi signifikansi efek individual setiap variabel prediktor terhadap variabel respon (Ghozali, 2018). Dalam penelitian ini hasil dari signifikansi parsial (t-Test) yaitu sebagai berikut:

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	-3,817619	-23,80434	0,160375	0,0000
$Rm,t$	16,4612	3,043817	5,408077	0,0000
$Rm,t^2$	-0,004455	0,006229	-0,715163	0,4747
X1	-0,018994	0,004487	-4,233461	0,0000
X2	-0,000111	-0,225862	0,000493	0,8213
X3	6,414118	1,765411	3,633216	0,0003
X4	-91,97779	-2,469814	37,24078	0,0137
X5	-164,602	-0,960056	171,4504	0,3372

Tabel 9 Signifikansi Parsial

Berdasarkan Tabel 9 dapat diketahui signifikansi pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen berbeda-beda. Pada X1 (Fed Fund Rate) hasil Prob. sebesar  $0,0000 < 0,05$  yang menunjukkan pengaruh yang signifikan pada indeks saham syariah Indonesia. Selanjutnya pada X2 (Harga Minyak) hasil Prob. sebesar  $0,8213 > 0,05$  yang menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan pada indeks saham syariah Indonesia. Pada X3 (Volatilitas Pasar) hasil Prob. sebesar  $0,0003 < 0,05$  yang menunjukkan pengaruh yang signifikan pada indeks saham syariah Indonesia. Kemudian pada X4 (Likuiditas Pasar Ekor Bawah) hasil Prob. sebesar  $0,0137 < 0,05$  yang menunjukkan pengaruh yang signifikan pada indeks saham syariah Indonesia. Sedangkan pada X5 (Likuiditas Pasar Ekor Atas) hasil Prob. sebesar  $0,3372 > 0,05$  yang menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan pada indeks saham syariah Indonesia.

#### 4.1.3.6 Signifikansi Linear Berganda (*F-Test*)

Untuk mengetahui apakah variabel independen secara keseluruhan berpengaruh signifikan secara statistik terhadap variabel dependen, dilakukan uji F (Gujarati dan Porter, 2010). Jika nilai  $F_{hitung} > F_{tabel}$ , maka hipotesis nol ( $H_0$ ) ditolak, yang berarti ada pengaruh signifikan secara simultan dari variabel bebas terhadap variabel terikat pada tingkat signifikansi 5%. Dalam penelitian ini hasil dari signifikansi linear berganda yaitu sebagai berikut:

R-squared	0.238203	Mean dependent var	-4.219331
Adjusted R-squared	0.232210	S.D. dependent var	0.343016
S.E. of regression	0.300563	Akaike info criterion	0.442312
Sum squared resid	103.3471	Schwarz criterion	0.486081
Log likelihood	-245.2138	Hannan-Quinn criter.	0.458831
F-statistic	39.74589	Durbin-Watson stat	2.058188
Prob(F-statistic)	0.000000		

Tabel 10 Hasil Signifikansi Linear Berganda

Berdasarkan Tabel 10 menunjukkan hasil Prob(F-statistic) sebesar 0,000000 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independent secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen sehingga  $X_1$  (Fed Fund Rate),  $X_2$  (Harga Minyak),  $X_3$  (Volatilitas Pasar),  $X_4$  (Likuiditas Pasar Ekor Bawah), dan  $X_5$  (Likuiditas Pasar Ekor Atas) secara bersama-sama mendorong adanya *herding behavior* secara signifikan.

#### 4.1.4 Analisis Regresi Linear Berganda

Metodologi regresi diimplementasikan untuk mendeteksi manifestasi fenomena herding dalam konteks pasar ekuitas syariah Indonesia. Walliman (2011) mengkonseptualisasikan regresi berganda sebagai teknik analitis yang mengeksplorasi efek multipel variabel prediktor terhadap satu variabel respon yang terkuantifikasi dalam skala interval atau rasio. Investigasi ini mengadopsi dan memodifikasi framework regresi yang dikembangkan Chang et al.



(2000) sebagai basis estimasi herding behavior. Untuk mengidentifikasi pengaruh external dan internal factor dalam mendorong adanya herding behavior, peneliti memodifikasi persamaan yaitu:

$$\begin{aligned}
 CSAD = & \beta_0 + \beta_1 |R_{m,t}| + \beta_2 (R_{m,t})^2 + \beta_3 (D1 \times R_{m,t}^2) \\
 & + \beta_4 (D2 \times R_{m,t}^2) + \beta_5 FFR + \beta_6 OILPRICE \\
 & + \beta_7 VIX
 \end{aligned}$$

Hasil dari persamaan tersebut yaitu sebagai berikut:

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	-3,817619	-23,80434	0,160375	0,0000
$R_{m,t}$	16,4612	3,043817	5,408077	0,0000
$R_{m,t}^2$	-0,004455	0,006229	-0,715163	0,4747
X1	-0,018994	0,004487	-4,233461	0,0000
X2	-0,000111	-0,225862	0,000493	0,8213
X3	6,414118	1,765411	3,633216	0,0003
X4	-91,97779	-2,469814	37,24078	0,0137
X5	-164,602	-0,960056	171,4504	0,3372

Tabel 11 Hasil Regresi Linear Berganda

Berdasarkan Tabel 11 dapat diketahui hasil uji pengaruh faktor eksternal dan internal dalam mendorong adanya *herding behavior*. Pada X1 (Fed Fund Rate) dapat diketahui bahwa hasil coefficient sebesar -0,018994 yang menunjukkan bahwa Fed Fund Rate mendorong adanya *herding behavior* secara signifikan pada pasar saham syariah Indonesia yang ditandai dengan hasil yang negative. Namun pada X2 (Harga Minyak) diketahui bahwa hasil coefficient sebesar -0,000111 yang menunjukkan bahwa harga minyak mendorong adanya *herding behavior* tetapi tidak signifikan pada pasar saham syariah Indonesia yang ditandai dengan hasil yang negative. Kemudian pada X3 (Volatilitas Pasar) diketahui bahwa hasil coefficient sebesar 6,414118 yang menunjukkan bahwa volatilitas pasar tidak mendorong adanya *herding behavior* secara signifikan pada pasar saham syariah Indonesia yang ditandai dengan hasil yang positif. Selanjutnya pada X4 (Likuiditas Pasar Ekor

Bawah) diketahui bahwa hasil coefficient sebesar  $-91,97779$  yang menunjukkan bahwa likuiditas pasar pada ekor bawah mendorong adanya *herding behavior* secara signifikan pada pasar saham syariah Indonesia yang ditandai dengan hasil yang negative. Namun berbeda dengan X4, pada X5 (Likuiditas Pasar Ekor Atas) diketahui bahwa hasil coefficient sebesar  $-164,602$  yang menunjukkan bahwa likuiditas pasar pada ekor atas mendorong adanya *herding behavior* tetapi tidak signifikan pada pasar saham syariah Indonesia yang ditandai dengan hasil yang negative.

## 4.2 Pembahasan

### 4.2.1 Fed Fund Rate Mendorong Adanya *Herding behavior* di Pasar Saham Indonesia

Fed Fund Rate memiliki pengaruh yang signifikan dalam memicu *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia. Menurut Chandra (2018), kenaikan suku bunga oleh The Fed memengaruhi negara-negara berkembang, karena suku bunga di negara-negara tersebut juga ikut meningkat. Hal ini menyebabkan kenaikan suku bunga bank atau tabungan, sehingga investasi dalam bentuk tabungan menjadi lebih menarik dibandingkan investasi di pasar modal. Hal ini mengakibatkan, Indeks Harga Saham Gabungan cenderung turun karena para investor ramai-ramai menjual saham mereka dan beralih ke tabungan. Fluktuasi di pasar modal kerap memicu kepanikan, di mana sejumlah investor cenderung meniru tindakan investor lain dengan menjual saham mereka. Perilaku ini berdampak pada penurunan harga saham, yang pada gilirannya menciptakan volatilitas pasar dan ketidakstabilan harga saham (Arisanti, 2020).

Dalam penelitiannya, Arisanti (2020) juga menjelaskan bahwa investor yang memiliki informasi lebih banyak mengenai pengumuman Fed Fund Rate akan mempengaruhi investor yang memiliki sedikit informasi untuk mengikuti tren pasar sehingga

mendorong adanya herding behavior. Hasil dari penelitian ini juga tidak ada perbedaan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahman & Ermawati (2020) yang menunjukkan bahwa pengaruh Fed Fund Rate mendorong adanya herding behavior di pasar saham Indonesia.

Selain itu, kebijakan moneter Amerika Serikat seperti perubahan Fed Fund Rate mempengaruhi indeks saham negara lain disebabkan oleh terjadinya hubungan keuangan dengan Amerika Serikat. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan moneter AS memengaruhi komponen suku bunga diskonto dalam penentuan harga saham negara lain, serta memperkuat bukti bahwa kebijakan moneter di Amerika Serikat dapat berperan sebagai faktor risiko dalam pasar saham global (Wongswan, 2009).

#### 4.2.2 Harga Minyak Mendorong Adanya *Herding behavior* di Pasar Saham Indonesia

Harga minyak mendorong adanya herding behavior di pasar saham syariah Indonesia yang ditunjukkan dengan koefisien yang negative tetapi pengaruh harga minyak ini tidak signifikan dalam mendorong adanya herding behavior. Hal ini tentunya bertentangan dengan beberapa penelitian terdahulu yang menunjukkan pengaruh harga minyak dalam mendorong adanya herding behavior (Balcilar et al., 2017; Youssef, 2022). Fluktuasi harga minyak memengaruhi arus kas perusahaan dalam jangka pendek dan arus kas perusahaan jangka panjang. Hal ini akan berdampak pada return saham di pasar global (Jones & Kaul, 1996). Basher et al. (2012) mengindikasikan bahwa fluktuasi harga minyak global mempengaruhi arus kas perusahaan dari sisi penawaran (misalnya, kenaikan harga minyak meningkatkan biaya produksi) maupun sisi permintaan (misalnya, kenaikan harga minyak mengurangi daya beli konsumen, yang pada gilirannya menurunkan permintaan).

Bhar & Nikolova (2009) menambahkan bahwa reaksi pasar saham suatu negara terhadap perubahan harga minyak tergantung pada status negara tersebut sebagai importir atau eksportir neto minyak. Negara eksportir neto cenderung merespons secara positif terhadap kenaikan harga minyak, sedangkan negara importir neto cenderung merespons secara negatif. Namun, seperti yang dijelaskan oleh Kilian (2009), perubahan harga minyak membutuhkan waktu tertentu untuk memengaruhi arus kas perusahaan dan perekonomian secara keseluruhan. Meskipun perilaku herding biasanya terjadi dalam jangka pendek, tidak ada bukti yang mendukung bahwa harga minyak dunia secara langsung memengaruhi fenomena herding. Hal ini sejalan dengan penelitian yang hasilnya menyimpulkan bahwa harga minyak tidak mendorong adanya herding behavior (Aldeki, 2024; BenMabrouk & Litimi, 2018; Rahman & Ermawati, 2020).

#### 4.2.3 Volatilitas Pasar Mendorong Adanya *Herding behavior* di Pasar Saham Indonesia

Volatilitas pasar tidak menunjukkan pengaruh signifikan dalam mendorong *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia, sebagaimana tercermin dari koefisien positif yang signifikan. Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Silitonga et al. (2021) dan Rahman & Ermawati (2020). Peningkatan volatilitas pasar berkorelasi dengan peningkatan nilai CSAD dari return pasar, menunjukkan bahwa respons investor cenderung bervariasi seiring dengan kenaikan volatilitas pasar. Tingginya volatilitas pasar sering kali menjadi sinyal menarik bagi investor jangka panjang untuk mulai berinvestasi atau masuk ke pasar (Silitonga et al., 2021).

Investor cenderung mengikuti arus berdasarkan kondisi pasar dan tingkat aktivitasnya, daripada semata-mata dipengaruhi oleh pergerakan harga atau volatilitas (Jalal et al., 2020). Dalam

pasar saham syariah, yang berlandaskan prinsip-prinsip syariah sebagai panduan pengambilan keputusan investasi, dinamika *herding behavior* memiliki perbedaan dibandingkan dengan pasar konvensional (Mand et al., 2023). Saham syariah memiliki karakteristik unik, seperti fokus pada etika dan tanggung jawab sosial, yang dapat memengaruhi cara investor bereaksi terhadap volatilitas pasar (Tan et al., 2008). Selain itu, regulasi di pasar ini dapat menciptakan hubungan yang lebih kompleks antara volatilitas dan *herding behavior*, dengan keputusan investor dipengaruhi oleh berbagai faktor lain selain fluktuasi harga (Devi & Punniyamoorthy, 2020).

#### 4.2.4 Likuiditas Pasar Mendorong Adanya *Herding behavior* di Pasar Saham Syariah Indonesia

Pengaruh likuiditas pasar dalam mendorong adanya *herding behavior* ditemukan saat pasar tidak likuid yang ditandai dengan coefficient negative dan signifikan. Sedangkan pasar yang sangat likuid mendorong adanya *herding behavior* tetapi tidak signifikan yang ditandai dengan coefficient negative dan tidak signifikan. Likuiditas rendah di pasar saham sering kali mendorong investor untuk terlibat dalam perilaku herding (Bikhchandani & Sharma, 2001). Ketika likuiditas pasar menurun, aktivitas perdagangan berkurang, membuat investor merasa kekurangan informasi yang diperlukan untuk membuat keputusan yang tepat (Kyle, 1985). Dalam situasi ini, investor cenderung mengikuti tindakan kolektif investor lain, menganggap bahwa keputusan kelompok lebih aman (Scharfstein & Stein, 1990). Akibatnya, volatilitas pasar meningkat dan harga aset cenderung bergerak lebih tajam, karena investor lebih reaktif terhadap berita atau sinyal pasar (Choe et al., 2005). Lingkungan dengan likuiditas rendah juga memperbesar ketidakpastian tentang nilai aset yang sebenarnya, mendorong

investor untuk menjadikan perilaku orang lain sebagai acuan dalam mengambil keputusan (Devenow & Welch, 1996).

Temuan ini berbeda dengan penelitian terdahulu seperti penelitian yang dilakukan Huynh et al. (2024) yang menyatakan bahwa kecenderungan perilaku herding lebih menonjol pada kondisi pasar yang semakin likuid, terutama saat pasar mengalami penurunan. Fenomena ini cenderung mengarah pada saham-saham dengan likuiditas tinggi, didorong oleh meningkatnya aktivitas perdagangan ritel. Sesuai dengan penjelasan Shiller (2007), keyakinan investor terhadap saham bernilai tinggi sering kali dipengaruhi oleh faktor emosional dan psikologis, seperti imajinasi, optimisme, atau rasa percaya diri yang berlebihan. Akibatnya, mereka cenderung memperdagangkan saham tertentu yang memiliki tingkat likuiditas tinggi. Saham-saham likuid ini kemudian menarik perhatian lebih banyak investor lain, yang cenderung mengikuti perilaku tersebut secara impulsif, terutama dalam situasi yang diliputi ketidakpastian dan pengaruh reputasi.

## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dalam penelitian yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor eksternal dan faktor internal terhadap fenomena *herding behavior* pada pasar saham syariah Indonesia, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui bahwa Fed Fund Rate mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia. Hal ini ditunjukkan oleh coefficient yang negative dan signifikan.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga minyak mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia tetapi tidak signifikan yang ditunjukkan dengan coefficient yang negative tetapi tidak signifikan.
3. Hasil penelitian menunjukkan volatilitas pasar tidak mendorong adanya *herding behavior* di pasar saham syariah Indonesia yang ditunjukkan dengan coefficient positif dan signifikan.
4. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa likuiditas pasar yang rendah mendorong adanya *herding behavior* dipasar saham syariah Indonesia yang ditunjukkan dengan coefficient yang negative dan signifikan. Sedangkan pada likuiditas pasar yang tinggi mendorong adanya *herding behavior* dipasar saham syariah Indonesia tetapi tidak signifikan yang ditunjukkan dengan coefficient yang negative dan tidak signifikan.

#### 5.2 Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, berikut saran yang dapat diberikan yaitu:

1. Bagi investor, disarankan untuk meningkatkan literasi keuangan untuk memahami faktor-faktor seperti pengumuman Fed Fund Rate, fluktuasi harga minyak, volatilitas pasar, dan likuiditas. Selain itu, investor perlu menghindari perilaku *herding* dengan membuat keputusan investasi

berdasarkan analisis rasional dan objektif, tidak hanya sekedar mengikuti tren kolektif, terutama di pasar saham syariah yang memiliki karakteristik khusus.

2. Bagi perusahaan, penting untuk meningkatkan transparansi informasi melalui laporan keuangan yang jelas agar dapat membantu investor membuat keputusan yang lebih bijak. Perusahaan juga perlu membangun kepercayaan dengan mengelola likuiditas saham secara optimal untuk menarik perhatian investor tanpa memicu perilaku herding yang berlebihan.
3. Bagi peneliti selanjutnya, penelitian dapat dikembangkan dengan menambahkan variabel seperti sentiment investor, kebijakan pemerintah, atau dampak krisis global, serta melakukan studi komparatif antara pasar saham syariah dan konvensional untuk memahami perbedaan dinamikanya. Selain itu, penggunaan data dengan waktu waktu yang lebih panjang atau pendekatan kualitatif melalui wawancara mendalam dapat memberikan wawasan lebih terkait motivasi dibalik fenomena *herding behavior*.



## DAFTAR PUSTAKA

- Aldeki, R. G. (2024). Impact of stock market liquidity and external factors on *herding behavior* in the Amman Stock Exchange. *Journal of Enterprise and Development (JED)*, 6(2).
- Arisanti, I. (2020). HERDING BEHAVIOUR AROUND FED FUND RATE ANNOUNCEMENTS IN SOUTHEAST ASIA. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 10(1).  
<https://doi.org/10.22219/jrak.v10i1.10652>
- Asri, M. (2013). *Keuangan Keperilakuan*. BPFE Yogyakarta.
- Balcilar, M., Demirer, R., & Hammoudeh, S. (2014). What drives herding in oil-rich, developing stock markets? Relative roles of own volatility and global factors. *North American Journal of Economics and Finance*, 29, 418–440.  
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2014.06.009>
- Balcilar, M., Demirer, R., & Ulussever, T. (2017). Does speculation in the oil market drive investor herding in emerging stock markets? *Energy Economics*, 65, 50–63.  
<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.04.031>
- Banerjee, A. V, & Cvii, V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797–817.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2002). *A SURVEY OF BEHAVIORAL FINANCE*.  
<http://www.nber.org/papers/w9222>
- Basher, S. A., Haug, A. A., & Sadorsky, P. (2012). Oil prices, exchange rates and emerging stock markets. *Energy Economics*, 34(1), 227–240.  
<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.10.005>
- Batmunkh, M. U., Choihil, E., Vieito, J. P., Espinosa-Méndez, C., & Wong, W. K. (2020). Does *herding behavior* exist in the Mongolian stock market? *Pacific Basin Finance Journal*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101352>
- BenMabrouk, H., & Litimi, H. (2018). Cross herding between American industries and the oil market. *North American Journal of Economics and Finance*, 45, 196–205.  
<https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.009>
- Bhar, R., & Nikolova, B. (2009). Oil prices and equity returns in the BRIC countries. *World Economy*, 32(7), 1036–1054. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2009.01194.x>
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). *Herd Behavior in Financial Markets*.
- Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *The Journal of Business*, 45(3), 444–455.
- Blasco, N., Corredor, P., & Ferreruella, S. (2012). Does herding affect volatility? Implications for the Spanish stock market. *Quantitative Finance*, 12(2), 311–327.  
<https://doi.org/10.1080/14697688.2010.516766>

- Chaffai, M., & Medhioub, I. (2018). *Herding behavior* in Islamic GCC stock market: a daily analysis. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(2), 182–193. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-08-2017-0220>
- Chai, D., Faff, R., & Gharghori, P. (2010). New evidence on the relation between stock liquidity and measures of trading activity. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), 181–192. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2010.02.005>
- 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, 1651–1679. [www.elsevier.com/locate/econbase](http://www.elsevier.com/locate/econbase)
- Choe, H., Kho, B. C., & Stulz, R. M. (2005). Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea. *Review of Financial Studies*, 18(3), 795–829. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi028>
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market? *Financial Analysts Journal*.
- De Aghna, A., Budi, S., Septiana, L., Elok, B., & Mahendra, P. (2024). Memahami Asumsi Klasik dalam Analisis Statistik: Sebuah Kajian Mendalam tentang Multikolinearitas, Heterokedastisitas, dan Autokorelasi dalam Penelitian. In *Jurnal Multidisiplin West Science* (Vol. 03, Issue 01).
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1995). Chapter 13 Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9(C), 385–410. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80057-X](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80057-X)
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. In *European Economic Review* (Vol. 40).
- Devi, N. C., & Punniyamoorthy, M. (2020). Herding behaviour in beta-based portfolios. *International Journal Management Practice*, 13(3), 338–351.
- Fakhry, B. (2016). *A Literature Review of the Efficient Market Hypothesis*. [www.kspjournals.org](http://www.kspjournals.org)
- Fama, E. F. (1970). American Finance Association Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 25, Issue 2).
- Ferrouhi, E. M. (2021). *Herding behavior* in the Moroccan Stock Exchange. *Journal of African Business*, 22(3), 309–319. <https://doi.org/10.1080/15228916.2020.1752598>
- Frey, B. S., & Eichenberger, R. (1994). Economic incentives transform psychological anomalies. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 23(2), 215–234. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(94\)90068-X](https://doi.org/10.1016/0167-2681(94)90068-X)

- Galariotis, E. C., Krokida, S. I., & Spyrou, S. I. (2016). Herd behavior and equity market liquidity: Evidence from major markets. *International Review of Financial Analysis*, 48, 140–149. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.09.013>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9th ed.). Universitas Dipenogoro.
- Gusni, Nugraha, Disman, & Chochole, T. (2023). ANALYSIS OF AGGREGATE *HERDING BEHAVIOR* IN THE CAPITAL MARKET: EVIDENCE FROM INDONESIA AND SINGAPORE. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 38, 362–380.
- Hirshleifer, D., Allen, F., discussant, the, Barberis, N., Bloomfield, R., Brennan, M., Brunnermeier, M., Coval, J., Daniel, K., Dong, M., Hirshleifer, J., Hong, H., Hvidkjaer, S., Jagannathan, R., Jegadeesh, N., Karolyi, A., Lee, C., Lim, S., Lucas, D., ... Welch, I. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. In *THE JOURNAL OF FINANCE* • Vol. LVI (Issue 4).
- Hogg, M. A., & Vaughan, G. M. (2005). *Introduction to Social Psychology*. National Library of Australia Pearson Education.
- Hooi, S. E., Albaity, M., & Ibrahimy, A. I. (2015). Dividend Policy and Share Price Volatility. *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1), 226–234.
- Huynh, N., Nguyen, D. T., & Tran, Q. T. (2024). Herding in the Australian stock market during the era of COVID-19: the roles of liquidity, government interventions and mood contagion. *Managerial Finance*, 50(2), 367–385. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2023-0138>
- Jalal, R. N. U. D., Sargiacomo, M., Sahar, N. U., & Fayyaz, U. E. R. (2020). *Herding behavior* and cryptocurrency: Market asymmetries, inter-dependency and intra-dependency. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(7), 27–34. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no7.027>
- Javaira, Z., & Hassan, A. (2015). An examination of *herding behavior* in Pakistani stock market. *International Journal of Emerging Markets*, 10(3), 474–490. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-07-2011-0064>
- Jones, C. M., & Kaul, G. (1996). Oil and the stock markets. *Journal of Finance*, 51(2), 463–491. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02691.x>
- Kabir, M. H., & Shakur, S. (2018). Regime-dependent *herding behavior* in Asian and Latin American stock markets. *Pacific Basin Finance Journal*, 47, 60–78. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.12.002>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). E C O N OMETRICA I C I VOLUME 47 MARCH, 1979 NUMBER 2 PROSPECT THEORY: AN ANALYSIS OF DECISION UNDER RISK. In *Source: Econometrica* (Vol. 47, Issue 2, pp. 263–292).

- Karolyi, G. A., Lee, K. H., & Van Dijk, M. A. (2012). Understanding commonality in liquidity around the world. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 82–112. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.008>
- Kumar, A., Badhani, K. N., Bouri, E., & Saeed, T. (2021). Herding behavior in the commodity markets of the Asia-Pacific region. *Finance Research Letters*, 41. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101813>
- Kumar, G., & Misra, A. K. (2015). Closer View at the Stock Market Liquidity: A Literature Review. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2), 35. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v7i2.8136>
- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.
- Lao, P., & Singh, H. (2011). Herding behaviour in the Chinese and Indian stock markets. *Journal of Asian Economics*, 22(6), 495–506. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2011.08.001>
- Litimi, H. (2017). Herd behavior in the French stock market. *Review of Accounting and Finance*, 16(4), 497–515. <https://doi.org/10.1108/RAF-11-2016-0188>
- Mand, A. A., Janor, H., Abdul Rahim, R., & Sarmidi, T. (2023). Herding behavior and stock market conditions. *PSU Research Review*, 7(2), 105–116. <https://doi.org/10.1108/PRR-10-2020-0033>
- Marbun, L., Haryetti, & Fathoni, A. F. (2020). IS HERDING BEHAVIOUR REALLY EXIST? AN EMPIRICAL STUDY ON THE LQ-45 AND JAKARTA ISLAMIC INDEX. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 21(5). [www.investing.com](http://www.investing.com).
- Nair, V. R., & Antony, A. (2013). Evolutions and Challenges of Behavioral Finance. *International Journal of Science and Research*, 4(3), 1055–1059. <https://www.researchgate.net/publication/332933509>
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. Wiley.
- Putra, A. A., Rizkianto, E., & Chalid, A. (2017). *The Analysis of Herding behavior in Indonesia and Singapore Stock Market*.
- Rahman, R. E., & Ermawati. (2019). *Analisis Herding behavior di Pasar Saham: Studi Kasus ASEAN-5+US* (WP/6/2019).
- Rahman, R. E., & Ermawati. (2020). Analysis of herding behavior in the stock market: A case study of the asean-5 and the US. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 23(3), 297–318. <https://doi.org/10.21098/BEMP.V23I3.1362>
- Rizal, N. A., & Damayanti, M. K. (2019). HERDING BEHAVIOR IN THE INDONESIAN ISLAMIC STOCK MARKET. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 5(3), 673–690. <https://doi.org/10.21098/jimf.v5i3.1079>

- Ryan, T. P. . (2009). *Modern regression methods*. Wiley.
- Sarr, A., & Lybek, T. (2002). *Measuring Liquidity in Financial Markets*.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review*, 80(III).
- Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford University Press.
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. In *Journal of Economic Perspectives* (Vol. 17).
- Shiller, R. J. (2007). *Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership* (13553). <http://www.nber.org/papers/w13553>
- Silitonga, R. S., Sadalia, I., & Silalahi, A. S. (2021). Analysis of *Herding behavior* in Developing Countries. *International Journal of Research and Review*, 8(12), 614–621. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20211274>
- Siyoto, S., & Sodik, M. A. (2015). *DASAR METODOLOGI PENELITIAN* (Ayup, Ed.). Literasi Media Publishing.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65–73. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.03.001>
- Sugiantara, P. W. (2022). Analisis Perilaku Herding Berdasarkan Kondisi Pasar Dengan Asimetri Informasi Sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(3), 721. <https://doi.org/10.24843/eja.2022.v32.i03.p13>
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif Dan R&D*. Alfabeta .
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.
- Tan, L., Chiang, T. C., Mason, J. R., & Nelling, E. (2008). *Herding behavior* in Chinese stock markets: An examination of A and B shares. *Pacific Basin Finance Journal*, 16(1–2), 61–77. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.04.004>
- Thaler, R. (1980). TOWARD A POSITIVE THEORY OF CONSUMER CHOICE. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 39–60.
- Thaler, R. H. (1999). The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 12–17.
- Tlili, F., Chaffai, M., & Medhioub, I. (2023). Investor behavior and psychological effects: herding and anchoring biases in the MENA region. *China Finance Review International*, 13(4), 667–681. <https://doi.org/10.1108/CFRI-12-2022-0269>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *American Association for the Advancement of Science*, 185(4157), 1124–1131.

- Uddin, S., Gul, F., & Mubarik, F. (2021). Anchoring and Stock Market Reactions: Evidence from Pakistani Stock Exchange. *JOURNAL OF BUSINESS & ECONOMICS*, 13(1), 148–168. <https://doi.org/10.5311/JBE.2021.26.6>
- Ulussever, T., & Demirer, R. (2017). Investor herds and oil prices evidence in the Gulf Cooperation Council (GCC) equity markets. *Central Bank Review*, 17(3), 77–89. <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2017.08.001>
- Wongswan, J. (2009). The response of global equity indexes to U.S. monetary policy announcements. *Journal of International Money and Finance*, 28(2), 344–365. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.03.003>
- Yahya, A., Affandi, A., Herwani, A., Hermawan, A., & Suteja, J. (2024). *HERDING BEHAVIOR IN THE SHARIA CAPITAL MARKET ON INVESTMENT DECISIONS*. *JRAK*, 16(1), 107–118. <https://doi.org/10.23969/jrak.v16i1.12172>
- Youssef, M. (2022). Do Oil Prices and Financial Indicators Drive the *Herding behavior* in Commodity Markets? *Journal of Behavioral Finance*, 23(1), 58–72. <https://doi.org/10.1080/15427560.2020.1841193>
- Youssef, M., & Mokni, K. (2021). Asymmetric effect of oil prices on herding in commodity markets. *Managerial Finance*, 47(4), 535–554. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2020-0028>

## Lampiran 1 : Biodata Penulis

### BIODATA PENULIS



Nama : Adelia Dwi Syafrina  
Email : [adeliadwisyafrianaa@gmail.com](mailto:adeliadwisyafrianaa@gmail.com)  
Tempat/Tanggal Lahir : Sumenep, 08 April 2003  
Alamat : Jalan Raya Gapura Dsn. Rombu Polalang RT/RW 001/001,  
Gapura Barat, Gapura, Sumenep

#### Riwayat Pendidikan Formal

2007 – 2009 : TK Dharmawanita Gapura  
2009 – 2015 : SDN 1 Gapura Barat  
2015 – 2018 : SMP Negeri 1 Gapura  
2018 – 2021 : SMA Negeri 1 Banyuwangi

#### Riwayat Organisasi

2022 – 2024 : Koperasi Mahasiswa Padang Bulan UIN Malang

#### Riwayat Kepanitiaan

1. Panitia RAT Kopma Padang Bulan XXIII
2. Panitia Kopma Fair Season 8
3. Panitia Diklatsarkop XXIV Kopma Padang Bulan
4. Panitia Kopma Fair Season 9
5. Panitia Diklatsarkop XXIV Kopma Padang Bulan

## Lampiran 2 : Jurnal Bimbingan

15/12/24, 19.48

Print Jurnal Bimbingan Skripsi



KEMENTERIAN AGAMA REPUBLIK INDONESIA  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG  
FAKULTAS EKONOMI  
Gajayana 50 Malang Telepon (0341) 558881 Faksimile (0341) 558881

### JURNAL BIMBINGAN SKRIPSI

#### IDENTITAS MAHASISWA:

NIM : 210501110196  
Nama : Adelia Dwi Syafrina  
Fakultas : Ekonomi  
Program Studi : Manajemen  
Dosen Pembimbing : Mega Noerman Ningtyas, M.Sc  
Judul Skripsi : PENGARUH FAKTOR EKSTERNAL DAN INTERNAL TERHADAP FENOMENA *HERDING BEHAVIOR* DI PASAR SAHAM SYARIAH INDONESIA

#### JURNAL BIMBINGAN :

No	Tanggal	Deskripsi	Tahun Akademik	Status
1	22 Oktober 2024	Pengajuan judul dan revisi bab 1	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
2	24 Oktober 2024	Revisi bab 1-2	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
3	25 Oktober 2024	Revisi bab 1-3	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
4	30 Oktober 2024	Poposal bab 1-3	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
5	30 Oktober 2024	Poposal bab 1-3	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
6	9 Desember 2024	Draft Skripsi bab 4-5	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
7	10 Desember 2024	Revisi Artikel Afirmasi	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi
8	12 Desember 2024	Revisi Artikel Afirmasi dari pihak jurnal	Ganjil 2024/2025	Sudah Dikoreksi

Malang, 12 Desember 2024

Dosen Pembimbing



Mega Noerman Ningtyas, M.Sc



**Lampiran 3 : Surat Keterangan Bebas Plagiarisme**

## Lampiran 4 : Hasil Cek Plagiarisme

---

196\_Adelia Dwi Syafrina\_Skripsi full asli.

---

ORIGINALITY REPORT

---

<b>18%</b> SIMILARITY INDEX	<b>17%</b> INTERNET SOURCES	<b>7%</b> PUBLICATIONS	<b>8%</b> STUDENT PAPERS
--------------------------------	--------------------------------	---------------------------	-----------------------------

---

PRIMARY SOURCES

---

<b>1</b>	<b>etheses.uin-malang.ac.id</b> Internet Source	<b>2%</b>
<b>2</b>	<b>repository.ub.ac.id</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>3</b>	<b>www.trijurnal.lemlit.trisakti.ac.id</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>4</b>	<b>docplayer.info</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>5</b>	<b>www.semanticscholar.org</b> Internet Source	<b>1%</b>
<b>6</b>	<b>core.ac.uk</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>7</b>	<b>www.bi.go.id</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>8</b>	<b>eprints.iain-surakarta.ac.id</b> Internet Source	<b>&lt;1%</b>
<b>9</b>	<b>Submitted to UNICAF</b> Student Paper	<b>&lt;1%</b>

---

10	Submitted to University of Portsmouth Student Paper	<1 %
11	docobook.com Internet Source	<1 %
12	journal.uinmataram.ac.id Internet Source	<1 %
13	id.scribd.com Internet Source	<1 %
14	eprints.ums.ac.id Internet Source	<1 %
15	researchers.mq.edu.au Internet Source	<1 %
16	Submitted to Forum Perpustakaan Perguruan Tinggi Indonesia Jawa Timur Student Paper	<1 %
17	repository.unpas.ac.id Internet Source	<1 %
18	repository.ibs.ac.id Internet Source	<1 %
19	123dok.com Internet Source	<1 %
20	Submitted to Sriwijaya University Student Paper	<1 %
21	Submitted to Universitas Respati Indonesia	

	Student Paper	<1 %
22	<a href="https://repository.mercubuana.ac.id">repository.mercubuana.ac.id</a> Internet Source	<1 %
23	<a href="https://repository.umj.ac.id">repository.umj.ac.id</a> Internet Source	<1 %
24	Submitted to Universitas Islam Syekh-Yusuf Tangerang Student Paper	<1 %
25	<a href="http://www.bmeb-bi.org">www.bmeb-bi.org</a> Internet Source	<1 %
26	<a href="http://e-journal.uajy.ac.id">e-journal.uajy.ac.id</a> Internet Source	<1 %
27	Submitted to Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia Student Paper	<1 %
28	<a href="http://anzdoc.com">anzdoc.com</a> Internet Source	<1 %
29	<a href="http://journal.unpas.ac.id">journal.unpas.ac.id</a> Internet Source	<1 %
30	Submitted to stie-pembangunan Student Paper	<1 %
31	<a href="http://doaj.org">doaj.org</a> Internet Source	<1 %

32	<a href="http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id">jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id</a> Internet Source	<1 %
33	<a href="http://sister.untagsmg.ac.id">sister.untagsmg.ac.id</a> Internet Source	<1 %
34	<a href="http://text-id.123dok.com">text-id.123dok.com</a> Internet Source	<1 %
35	Submitted to UIN Maulana Malik Ibrahim Malang Student Paper	<1 %
36	<a href="http://eprints.kwikkiangie.ac.id">eprints.kwikkiangie.ac.id</a> Internet Source	<1 %
37	<a href="http://eprints.walisongo.ac.id">eprints.walisongo.ac.id</a> Internet Source	<1 %
38	<a href="http://www.researchgate.net">www.researchgate.net</a> Internet Source	<1 %
39	<a href="http://academic.oup.com">academic.oup.com</a> Internet Source	<1 %
40	<a href="http://ojs.unud.ac.id">ojs.unud.ac.id</a> Internet Source	<1 %
41	Submitted to UIN Raden Intan Lampung Student Paper	<1 %
42	<a href="http://eprints.pancabudi.ac.id">eprints.pancabudi.ac.id</a> Internet Source	<1 %
43	<a href="http://ijrrjournal.com">ijrrjournal.com</a>	

	Internet Source	<1 %
44	<a href="https://pdfs.semanticscholar.org">pdfs.semanticscholar.org</a> Internet Source	<1 %
45	<a href="https://econpapers.repec.org">econpapers.repec.org</a> Internet Source	<1 %
46	<a href="https://emeraldinsight.com">emeraldinsight.com</a> Internet Source	<1 %
47	<a href="https://pure.kfupm.edu.sa">pure.kfupm.edu.sa</a> Internet Source	<1 %
48	<a href="https://repository.teknokrat.ac.id">repository.teknokrat.ac.id</a> Internet Source	<1 %
49	<a href="https://repository.unair.ac.id">repository.unair.ac.id</a> Internet Source	<1 %
50	<a href="https://repository.upnvj.ac.id">repository.upnvj.ac.id</a> Internet Source	<1 %
51	Wahyu Febri Ramadhan Sudirman, Anggun Pratiwi. "Overconfidence Bias dalam Pengambilan Keputusan Investasi: Peran Perbedaan Gender", Muhammadiyah Riau Accounting and Business Journal, 2022 Publication	<1 %
52	<a href="https://repository.utu.ac.id">repository.utu.ac.id</a> Internet Source	<1 %

Submitted to BIMM Group

---

53	Student Paper	<1 %
54	M Omar Agung GS, Andini Nurwulandari. "Tingkat Terinfeksi Dan Kematian Harian Akibat Covid-19 Terhadap Return Saham Yang Dimoderasi Oleh Market Price To Earning Ratio (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index)", Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING), 2024 Publication	<1 %
55	dspace.uii.ac.id Internet Source	<1 %
56	ejournal.umm.ac.id Internet Source	<1 %
57	Submitted to iGroup Student Paper	<1 %
58	repository.ut.ac.id Internet Source	<1 %
59	Submitted to Higher Education Commission Pakistan Student Paper	<1 %
60	Submitted to University of Nebraska at Omaha Student Paper	<1 %
61	eprints.perbanas.ac.id	

Internet Source

<1 %

62 [link.springer.com](https://link.springer.com)

Internet Source

<1 %

63 [repository.unej.ac.id](https://repository.unej.ac.id)

Internet Source

<1 %

64 [themwl.org](https://themwl.org)

Internet Source

<1 %

65 [eprints.upj.ac.id](https://eprints.upj.ac.id)

Internet Source

<1 %

66 [jim.usk.ac.id](https://jim.usk.ac.id)

Internet Source

<1 %

67 [jimfeb.ub.ac.id](https://jimfeb.ub.ac.id)

Internet Source

<1 %

68 [repo.bunghatta.ac.id](https://repo.bunghatta.ac.id)

Internet Source

<1 %

69 [repository.stiesia.ac.id](https://repository.stiesia.ac.id)

Internet Source

<1 %

70 [www.brilio.net](https://www.brilio.net)

Internet Source

<1 %

71 [www.tandfonline.com](https://www.tandfonline.com)

Internet Source

<1 %

72 Riman Abimayu, Mukhzarudfa, Tona Aurora Lubis. "Analisis Determinan Pengungkapan

<1 %



---

Islamic Social Reporting (ISR) di Perusahaan  
Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (JII)",  
Jurnal Akuntansi & Keuangan Unja, 2019  
Publication

---

73 Xu Xiaoyang, Shoaib Ali, Muhammad Naved. <1 %  
"Artificial intelligence and Big Data Tokens:  
Where Cognition Unites, Herding Patterns  
Take Flight", Research in International  
Business and Finance, 2024  
Publication

---

74 [brendaforcongress.com](http://brendaforcongress.com) <1 %  
Internet Source

---

75 [www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com) <1 %  
Internet Source

---

76 Submitted to IAIN Kudus <1 %  
Student Paper

---

77 Laras Dwi Hartini, Noor Indah Rahmawati. <1 %  
"Pengaruh Standarisasi ISO 9001: 2008 dan  
Budaya Organisasi terhadap Kinerja  
Karyawan pada PT. Sumberdaya Dian  
Mandiri", Jurnal Ekobis : Ekonomi Bisnis &  
Manajemen, 2020  
Publication

---

78 [digilib.uinsby.ac.id](http://digilib.uinsby.ac.id) <1 %  
Internet Source

---

79 [dirdosen.budiluhur.ac.id](http://dirdosen.budiluhur.ac.id) <1 %  
Internet Source

---

80	<a href="http://ejournal.atmajaya.ac.id">ejournal.atmajaya.ac.id</a> Internet Source	<1 %
81	<a href="http://es.scribd.com">es.scribd.com</a> Internet Source	<1 %
82	<a href="http://journal.ubaya.ac.id">journal.ubaya.ac.id</a> Internet Source	<1 %
83	<a href="http://katadata.co.id">katadata.co.id</a> Internet Source	<1 %
84	<a href="http://media.neliti.com">media.neliti.com</a> Internet Source	<1 %
85	<a href="http://pdffox.com">pdffox.com</a> Internet Source	<1 %
86	<a href="http://repository.stie-aub.ac.id">repository.stie-aub.ac.id</a> Internet Source	<1 %
87	<a href="http://repository.unhas.ac.id">repository.unhas.ac.id</a> Internet Source	<1 %
88	<a href="http://repository.unika.ac.id">repository.unika.ac.id</a> Internet Source	<1 %
89	<a href="http://repository.unpad.ac.id">repository.unpad.ac.id</a> Internet Source	<1 %
90	<a href="http://repository.uph.edu">repository.uph.edu</a> Internet Source	<1 %
91	Babeş-Bolyai University Publication	<1 %

92	<a href="https://danielstephanus.wordpress.com">danielstephanus.wordpress.com</a> Internet Source	<1 %
93	<a href="https://digilib.iain-palangkaraya.ac.id">digilib.iain-palangkaraya.ac.id</a> Internet Source	<1 %
94	<a href="https://jurnal.polines.ac.id">jurnal.polines.ac.id</a> Internet Source	<1 %
95	Mouna Youssef, Khaled Mokni. "Herding behavior in stock markets of oil-importing and oil-exporting countries: the role of oil price", <i>Journal of Asset Management</i> , 2022 Publication	<1 %
96	Yoshikazu Suzumura, Reizo Kato, Masao Ogata. "Electric Transport of Nodal Line Semimetals in Single-Component Molecular Conductors", <i>Crystals</i> , 2020 Publication	<1 %
97	<a href="https://ejournal.iaida.ac.id">ejournal.iaida.ac.id</a> Internet Source	<1 %
98	<a href="https://jimf-bi.org">jimf-bi.org</a> Internet Source	<1 %
99	<a href="https://repository.ptiq.ac.id">repository.ptiq.ac.id</a> Internet Source	<1 %

Exclude quotes

Off

Exclude matches

Off