

**PENGARUH *HERDING BEHAVIOR* TERHADAP  
KEPUTUSAN INVESTASI**

**RINGKASAN SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana**



**Disusun oleh:**

**FARHAN HILMI MUBAROK**

**1116 28843**

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI**

**STIE YKPN YOGYAKARTA**

**YOGYAKARTA**

**SEPTEMBER 2020**

**SKRIPSI**

**PENGARUH *HERDING BEHAVIOR* TERHADAP  
KEPUTUSAN INVESTASI**

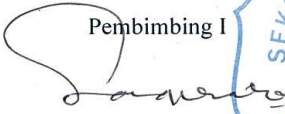
Dipersiapkan dan disusun oleh:

**FARHAN HILMI MUBAROK**

**No Induk Mahasiswa: 111628843**

telah dipresentasikan di depan Tim Penguji pada tanggal 7 Agustus 2020 dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi (S.E.) di Bidang Akuntansi.

**Susunan Tim Penguji:**

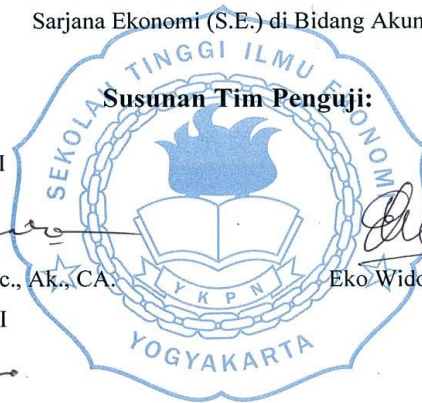
Pembimbing I  


Soegiharto, Dr., M.Acc., Ak., CA.


Pembimbing II



Ivana Oktarina Sopacua, SE., M.Si., Ak.



Penguji



Eko Widodo Lo, Dr., M.Si., Ak., CA.

Yogyakarta, 7 Agustus 2020  
Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi YKPN Yogyakarta  
Ketua

  
Haryono Subianto, Dr., M.Si.

## PENGARUH *HERDING BEHAVIOR* TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI

Farhan Hilmi Mubarak

Program Studi Akuntansi

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yayasan Keluarga Pahlawan Negara

### ABSTRAK

Penelitian ini didasari oleh pengalaman dan pengamatan peneliti selama menjadi investor di pasar saham Indonesia. Peneliti banyak menemui fenomena yang terjadi di pasar saham dan fenomena yang paling menarik adalah *herding behavior*. *Herding behavior* seringkali ditemukan saat hari perdagangan bursa. *Herding behavior* dalam penelitian ini diwakili oleh keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen, budaya, dan rekomendasi analis. Kemudian, diuji pengaruhnya terhadap keputusan investasi. Uji regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kemampuan analisis investor dan rekomendasi analis berpengaruh terhadap keputusan investasi. Kemampuan analisis investor yang baik dan rekomendasi dari analis yang bereputasi, mampu meyakinkan investor dalam pembuatan keputusan. Penelitian ini membantu pihak-pihak terkait (investor, regulator, dan perusahaan sekuritas) memahami *herding behavior*, membuat regulasi, dan bahan edukasi kepada investor agar meminimalkan *herding behavior*.

**Kata kunci:** *herding behavior*, keputusan investasi, pasar saham, perilaku keuangan.

## PENGARUH *HERDING BEHAVIOR* TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI

Farhan Hilmi Mubarak

Program Studi Akuntansi

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yayasan Keluarga Pahlawan Negara

### **ABSTRACT**

*This study based on researcher's experiences and observations during as investor on Indonesia stock market. Researcher has found phenomena on the stock market and the most interesting phenomena is herding behavior. Researcher often meet this phenomena on trading day. On this study, herding behavior are represented by other's investor decision, investor's analysis ability, sentiment, culture, and analyst recommendations. Then, all of those were regressed its influences by investment decision. Linear regression analysis is used to regress independent variables with dependent variable.*

*Results have shown that investor's analysis ability and analyst recommendations influenced investment decision. Good investor's analysis ability and stock recommendations from reputable analyst, could ensure investor on making investment decision. This study will help related parties (investors, regulator, and securities company) are understanding herding behavior, making regulations, and could be education material for investors so could reduce herding behavior.*

**Keywords:** *herding behavior, investment decision, stock market, behavioral finance.*

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang Masalah

Investasi dapat dilakukan secara individual atau institusional. Investor individual merupakan individu yang menanam sejumlah uang pada instrumen investasi, seperti individu yang berinvestasi pada saham, emas, dan properti. Investor institusional adalah investor dalam bentuk institusi yang mengelola dana dari masyarakat dan menginvestasikan dana tersebut pada instrumen investasi. Salah satu investor institusional di Indonesia yaitu PT Saratoga Investama Sedaya Tbk. Berdasarkan portofolio yang dimiliki, Saratoga berinvestasi pada perusahaan antara lain Adaro Energy, Nusa Raya Cipta, dan Tower Bersama Group (Saratoga, 2020).

Instrumen yang umum digunakan sebagai investasi adalah deposito, emas, tanah, properti, surat berharga, dan barang antik. Berinvestasi pada instrumen seperti emas, tanah, properti, dan barang antik tidak membutuhkan wadah khusus. Investor dapat langsung membeli instrumen tersebut langsung kepada pemilik atau penjual. Akan tetapi, investasi pada instrumen deposito dan surat berharga membutuhkan wadah khusus. Investor yang ingin berinvestasi dalam deposito dapat menghubungi bank. Lalu, bank akan mengelola dana nasabah dan memberikan imbal hasil kepada nasabah. Sementara itu, investor yang ingin berinvestasi pada instrumen surat berharga harus melakukannya melalui pasar modal.

Pasar modal menawarkan instrumen investasi yang meliputi derivatif, *Exchange Traded Fund* (ETF), reksadana, surat utang (obligasi), dan saham (IDX, 2020). Dari beberapa instrumen investasi tersebut, saham menjadi instrumen yang paling diminati dan populer. Saham adalah bukti penyertaan modal pada suatu perusahaan. Para pemegang saham akan memperoleh imbal hasil yang disebut dividen dan *capital gain*. Para pemegang saham ini juga berhak memberikan suara di Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Berbagai fitur tersebut, menarik minat masyarakat untuk terjun sebagai investor di pasar modal. Berdasarkan data yang dirilis oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) ada sebanyak 2,47 juta investor per 27 Desember 2019 (CNBC Indonesia, 2019).

Bertambahnya investor di Indonesia mendorong berbagai institusi untuk menyelenggarakan kelas edukasi. Penyelenggara biasanya berasal dari perusahaan sekuritas, perorangan, dan institusi independen. Materi yang diberikan dalam kelas edukasi biasanya berupa analisis fundamental dan analisis teknikal. Kedua analisis tersebut paling sering digunakan dalam menganalisis saham. Selain kedua analisis tersebut, teknologi membuat investasi nampak begitu mudah. Kemudahan memperoleh informasi dan berita membuat investor bergantung pada teknologi, terkhusus internet, dalam membuat keputusan. Sebagai akibatnya, investor menjadi bergantung pada teknologi dan mengabaikan kemampuannya.

Teknologi memudahkan investor memperoleh rekomendasi dari analis yang terakses dengan mudah melalui sosial media, televisi, *website*, dan media cetak (Melo & Wanyama, 2009). Investor cenderung memercayai rekomendasi dari analis daripada memercayai hasil analisis yang dilakukannya sendiri (Nofsinger & Sias, 1999). Hal ini dikarenakan, investor menganggap analis memiliki kemampuan

yang lebih baik daripada dirinya (Lao & Singh, 2011). Namun dalam kenyataan, analis dipengaruhi oleh perilaku *herding* dalam mengeluarkan rekomendasi saham. Hasil studi yang dilakukan oleh Wanyama dan Melo (2009), menunjukkan bahwa perilaku *herding* pada analis menjadi sumber ketidaktepatan rekomendasi saham. Analis berperilaku *herding* karena konflik kepentingan seperti promosi jabatan, bonus, dan komisi broker (Hong et al., 2000). Sebagai akibatnya, para investor cenderung membuat keputusan yang tidak logis berdasarkan informasi yang tidak benar (Gupta, 2019). Hal ini bertentangan dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH). EMH menyatakan bahwa seluruh informasi yang beredar adalah benar dan pelaku pasar memperoleh informasi yang sama, sehingga investor bertindak secara rasional (Downey, 2020). Maka, akan terbentuk pasar yang efisien (Chappelow, 2020).

EMH diperkenalkan oleh seorang ekonom bernama Eugene Fama. Fama (1970) menyatakan bahwa saham selalu diperdagangkan pada harga wajarnya, sebab pelaku pasar memiliki informasi yang sama. Bentuk pasar dalam EMH adalah lemah, semi-kuat, dan kuat. Bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham yang diperdagangkan mencerminkan semua informasi dari masa lalu. Bentuk semi kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan dari informasi terkini. Bentuk kuat menyatakan bahwa harga saham mencerminkan informasi yang disembunyikan. Kebenaran tentang EMH mulai dipertanyakan di akhir tahun 2000 dikarenakan investor mulai bertindak tidak rasional dalam membuat keputusan (Gupta, 2019).

Para investor terlalu percaya diri pada kemampuan intelektual yang dimiliki, sehingga melupakan faktor psikologis yang memengaruhi keputusan

investasi (Gupta, 2019). Kemampuan intelektual berbeda dengan perilaku psikologis (Gupta, 2019). Ketika faktor-faktor psikologis memainkan peran dalam pembuatan keputusan investasi, sangat tidak mungkin keputusan investasi yang rasional dapat dibuat (Hudson et al., 2018).

Dari latar belakang perilaku investor tersebut, lalu muncul cabang keilmuan yang disebut *behavioral finance* atau perilaku keuangan. *Behavioral finance* menjelaskan perilaku investor yang tidak disinggung oleh EMH (Chang et al., 2000). *Behavioral finance* adalah aplikasi dari ilmu psikologi terhadap tingkah laku keuangan (Economou et al., 2010; Shefrin, 2000). Perilaku keuangan menjelaskan mengapa individu melakukan tindakan yang tidak memaksimalkan imbal hasil yang diharapkan. Perilaku keuangan mengembangkan asumsi bahwa investor menderita bias perilaku yang mengarah pada pembuatan keputusan finansial yang irasional dan tidak terencana. Bias perilaku adalah penyimpangan perilaku investor akibat aspek kognitif dan emosi yang memengaruhi pembuatan keputusan (Finansialku, 2018).

Salah satu bias perilaku adalah *herding behavior* atau perilaku kerumunan. *Herding behavior* adalah konsep psikologi yang telah sering digunakan dalam dunia keuangan untuk menjelaskan skenario investor, baik rasional atau irasional dalam meniru keputusan orang lain (Lao & Singh, 2011). Balcilar et al., (2012) dan Bikhchandani & Sharma (2000) mendefinisikan *herding behavior* sebagai niat jelas dari investor untuk mengabaikan keyakinan diri sendiri dan mengikuti tingkah laku investor lain. Perilaku *herding* memberikan pengaruh terhadap investor dalam membuat keputusan. Perilaku tersebut menyebabkan investor membuat keputusan



yang bukan berasal dari hasil kemampuan dan informasi yang dimiliki, melainkan meniru keputusan orang lain.

Perilaku *herding* juga memengaruhi investor di pasar modal. Henker et al., (2006) menjelaskan bahwa perilaku *herding* adalah akar dari kondisi inefisiensi pasar. Inefisiensi pasar muncul karena *herding* mengakibatkan harga saham menyimpang dari nilai fundamental perusahaan. Pengaruh *herding* yang lebih parah mengakibatkan terjadinya *economic bubble* dan *market crash*. *Economic bubble* atau gelembung ekonomi adalah perdagangan dalam volume besar dengan harga yang sangat berbeda dengan [nilai intrinsiknya](#) Wikipedia (2020) dan *market crash* merupakan kondisi saat pasar saham mengalami koreksi atau *bearish* dalam jangka waktu cukup lama dan *bearish* ini terjadi secara masif, dialami oleh bursa-bursa di negara lain (Sahamgain, 2020).

Dari sudut pandang keuangan, perilaku *herding* dapat dipahami dalam dua dimensi, yaitu irasional dan rasional. Pada dasarnya, pandangan lama menyatakan bahwa *herding* adalah kecenderungan investor yang secara irasional mengabaikan hasil analisis pribadi dan informasi yang dimiliki agar keputusan yang dibuat selaras dengan konsensus atau kesepakatan pasar, walaupun mereka tidak setuju dengan itu (Christie & Huang, 1995). Investor melakukan *herding* untuk mengurangi rasa ketidakpastian dan memenuhi rasa puas atau nyaman (Vaughan & Hogg, 2005). Di sisi lain, perilaku rasional belakangan ini didorong oleh kebutuhan melindungi sebuah reputasi. Pegawai atau agen (*trader*, manajer investasi, dan analis) di institusi keuangan mengikuti perilaku rasional, karena kinerja mereka diukur berdasarkan basis komparatif. Oleh sebab itu, mereka tergoda untuk mengangkat kinerja dan reputasi mereka dengan secara sengaja mengabaikan hasil

analisis mereka dan meniru manajer lain yang mempunyai sumber informasi yang lebih andal atau kemampuan analisis yang lebih baik (Cote & Goodstein, 1999; Devenow & Welch, 1996). Investor individual secara rasional mengikuti orang lain yang menurut mereka dapat dipercaya dan mempunyai informasi yang tidak tersedia di pasar. Dengan begitu, kinerja mereka tidak akan berada di bawah rata-rata pasar (Demirer & Kutan, 2006). Dua penjelasan tentang perilaku *herding* di atas, menggambarkan bahwa investor tidak membuat keputusan berdasarkan hasil analisis dan informasi yang dimiliki, tetapi mengikuti konsensus atau kesepakatan pasar.

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, *herding behavior* mengakibatkan investor bertindak irasional dan tidak selalu memperoleh harga dari hasil analisisnya, tetapi mendapatkan harga dari hasil mengamati dan mengikuti tindakan investor lain. Sebagai akibatnya, perilaku *herding* dapat mengacaukan pasar dengan menggerakkan harga saham jauh dari nilai fundamentalnya. Harga saham tidak hanya mencerminkan harapan rasional investor, tetapi juga mencerminkan keputusan irasional investor di bursa saham (Lao & Singh, 2011). Berdasarkan penjabaran di atas, peneliti tertarik untuk meneliti pengaruh *herding behavior* terhadap keputusan investasi.

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan lima variabel yang memengaruhi *herding behavior* yaitu keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen investor, budaya, dan rekomendasi analis. Variabel-variabel tersebut akan dijelaskan pada bab selanjutnya. Penelitian ini akan meneliti pengaruh variabel perilaku *herding* terhadap variabel dependen yaitu keputusan investasi.

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, penelitian ini akan berfokus pada **“PENGARUH *HERDING BEHAVIOR* TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI”**.

## **Rumusan Masalah**

Dari penjabaran latar belakang masalah di atas, pokok-pokok permasalahan yang menjadi pembahasan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah keputusan investor lain memengaruhi keputusan investasi?
2. Apakah kemampuan analisis investor memengaruhi keputusan investasi?
3. Apakah sentimen investor memengaruhi keputusan investasi?
4. Apakah budaya memengaruhi keputusan investasi?
5. Apakah rekomendasi analis memengaruhi keputusan investasi?

## **Tujuan Penelitian**

Berkaitan dengan rumusan masalah di atas, penelitian ini memiliki tujuan berikut:

1. Menguji pengaruh keputusan investor lain terhadap keputusan investasi.
2. Menguji pengaruh kemampuan analisis investor terhadap keputusan investasi.
3. Menguji pengaruh sentimen investor terhadap keputusan investasi.
4. Menguji pengaruh budaya terhadap keputusan investasi.
5. Menguji pengaruh rekomendasi analis terhadap keputusan investasi.

## KAJIAN PUSTAKA

### *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

EMH merupakan teori yang menyatakan bahwa saham selalu diperdagangkan pada nilai wajar karena investor selalu bertindak rasional dan memperoleh informasi yang sama. EMH diharapkan membentuk harga yang adil (Fama, 1970). Seiring meningkatnya kompleksitas dunia investasi, kebenaran EMH mulai dipertanyakan. Sebab, investor cenderung bertindak irasional dengan membuat keputusan investasi yang tidak sesuai dengan informasi yang diterima.

### *Behavioral Finance*

Kecenderungan investor bertindak tidak selaras dengan informasi yang diterima memunculkan masalah baru yang menarik perhatian para ahli. Masalah baru tersebut adalah perilaku investor yang irasional dalam membuat keputusan. Para ahli kemudian mengemukakan teori yang memadukan aspek keuangan, aspek kognitif, dan aspek emosi yang memengaruhi pembuatan keputusan, yang disebut *behavioral finance*.

Menurut Economou et al., (2010); Shefrin, (2000), *behavioral finance* merupakan penerapan ilmu psikologi pada tingkah laku keuangan. *Behavioral finance* merupakan cabang keilmuan yang membantu menganalisis peran psikologis investor dalam membuat keputusan. *Behavioral finance* mempelajari pengaruh psikologis perilaku terhadap portofolio investor dan reaksi mereka akibat berinvestasi di pasar saham (Gupta, 2019).

## ***Herding Behavior***

*Herding* diambil dari kata “*herd*” yang berarti kerumunan atau kelompok. Secara harfiah, arti *herding* adalah perilaku seseorang yang mengikuti tindakan orang lain tanpa mengetahui tujuannya untuk memenuhi rasa aman (Bikhchandani & Sharma, 2000). Menurut Lao dan Singh (2011), *herding behavior* adalah konsep psikologi yang telah sering digunakan dalam dunia keuangan untuk menjelaskan skenario investor secara rasional atau tidak rasional dalam meniru keputusan orang lain. Pengaruh dari *herding behavior* dapat menyetir harga saham jauh dari nilai fundamental perusahaan dan menyebabkan inefisiensi pasar (Kallinterakis et al., 2011).

Pengaruh *herding behavior* yang lebih parah adalah *economic bubble* dan *market crash*. Seperti yang telah disampaikan sebelumnya, penelitian ini menggunakan lima variabel bebas yang menjelaskan tentang *herding behavior* yaitu keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen investor, budaya, dan rekomendasi analis. Penjabaran dari masing-masing variabel dijelaskan pada bagian di bawah ini.

## **Keputusan Investor Lain**

Dalam kegiatan investasi, pembuatan keputusan adalah momen yang krusial karena *return* yang diperoleh (dividen dan *capital gain*) dan kerugian yang terjadi (*capital loss*) berkaitan erat dengan kemampuan investor membuat keputusan (Gupta, 2019). Dalam realitas, investor membuat keputusan investasi tidak berdasarkan kemampuan yang dimiliki ataupun informasi yang diterima, melainkan meniru keputusan investor lain. Menurut Bikhchandani dan Sharma (2000), *herding behavior* merupakan niat nyata investor untuk meniru keputusan investor lain.

Alasan investor meniru keputusan investor lain karena adanya pemikiran bahwa investor lain mungkin mengetahui informasi tertentu yang tidak diketahui publik dan investor cenderung ingin memiliki keselarasan dengan investor lain.

## **Kemampuan Analisis Investor**

Kegiatan investasi adalah kegiatan yang membutuhkan analisis menyeluruh (Graham, 1973). Sebelum membuat keputusan, investor sepatutnya melakukan analisis pada saham yang akan dibeli. Kemampuan analisis investor berbeda tergantung dari latar belakang pendidikan dan pengalaman di pasar modal. Namun realitasnya, dalam pembuatan keputusan investor cenderung tidak menggunakan hasil analisisnya melainkan menggunakan hasil analisis investor lain. Hal ini sesuai dengan yang dikutip dari Gupta (2019) yang menyebutkan bahwa investor dengan pendidikan tinggi dan dianggap ahli, dapat terjebak dalam Krisis Keuangan Global tahun 2008.

## **Sentimen Investor**

Sentimen secara terminologi berarti pendapat atau pandangan yang didasarkan pada perasaan yang berlebihan terhadap sesuatu (Badan Pengembangan dan Pembinaan Bahasa, 2016b). Sentimen investor dibagi menjadi dua yaitu sentimen internal dan sentimen eksternal. Sentimen internal merupakan sentimen yang berasal dari dalam diri investor seperti bias psikologi, emosi, dan *mood*. Sementara, sentimen eksternal merupakan sentimen yang berasal dari luar diri investor seperti tekanan lingkungan sekitar dan *fad and fashion* (Hudson et al., 2018). Menurut Olsen, (2011); Stelios et al., (2017), sentimen investor memiliki pengaruh pada pembuatan keputusan dan hal tersebut berkontribusi pada krisis ekonomi terburuk di era modern tahun 2007-2008.

## **Budaya**

Budaya merupakan sesuatu yang sudah menjadi kebiasaan sehingga sukar diubah (Badan Pengembangan dan Pembinaan Bahasa, 2016). Menurut Zhan (2013) negara dengan budaya individualistis rendah memiliki kecenderungan *herding* tinggi. Di sisi lain, negara dengan budaya individualistis tinggi, memiliki kecenderungan *herding* rendah. Studi menunjukkan bahwa budaya negara memiliki pengaruh pada perilaku manusia (Zhan, 2013). Masyarakat yang tinggal di negara dengan budaya kolektivitas tinggi, cenderung mengikuti tekanan sosial dan tunduk pada norma sosial, sehingga investor cenderung melakukan *herding* karena pengaruh budaya tersebut. Pengaruh ini kuat pada negara berkembang (Bontempo et al., 1990; Triandis, 1995).

## **Rekomendasi Analis**

Rekomendasi saham adalah opini yang diberikan oleh analis kepada klien mereka atau publik tentang apakah sebuah saham layak dibeli atau tidak. Analis merupakan orang yang memiliki pengetahuan dan pengalaman yang baik dalam bidang keuangan. Selain pengetahuan, seorang analis biasanya memiliki sertifikasi keahlian yang menandakan bahwa analis tersebut memiliki keahlian tertentu di bidang keuangan dan investasi. Salah satu sertifikasi keahlian tersebut yaitu *Chartered Financial Analyst (CFA)* yang dikeluarkan oleh *CFA Institute*. CFA merupakan badan sertifikasi profesional di bidang investasi dan keuangan yang telah diakui secara internasional (Universitas Gadjah Mada, 2020). Faktanya dalam membuat rekomendasi, analis tidak menggunakan pengetahuan yang dimiliki, tetapi mengikuti keputusan analis lain (Melo & Wanyama, 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Dumontier & Dubois (2006); Hamid & Stulz (2007) memaparkan

bahwa ada konflik kepentingan dalam rekomendasi analis. Konflik kepentingan tersebut mencakup gaji, bonus, dan promosi jabatan.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### **Keputusan Investor Lain**

Dalam proses pembuatan keputusan, investor sering mempertimbangkan keputusan yang dibuat oleh investor lain. Investor melakukan hal tersebut karena investor menganggap investor lain memiliki kemampuan yang lebih baik daripada dirinya (Demirer & Kutan, 2006). Keputusan investor lain digunakan sebagai bahan pertimbangan agar investor yakin jika keputusan yang dibuat tepat. Akan tetapi, berdasarkan studi Banerjee, 1992; Christie & Huang, 1995; Welch et al., 1992 ditunjukkan bahwa investor memutuskan untuk meniru keputusan investor lain. Dengan demikian, keputusan yang dibuat bukan hasil dari proses investasi melainkan hasil dari meniru investor lain. Oleh sebab itu, hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

**H1: Keputusan Investor Lain Berpengaruh Terhadap Keputusan Investasi.**

### **Kemampuan Analisis Investor**

Setiap investor memiliki kemampuan yang berbeda dalam menganalisis saham karena latar belakang pendidikan dan pengalaman di bursa saham (Bacmann & Bolliger, 2001). Semakin tinggi tingkat pendidikan investor, semakin baik kemampuan analisisnya. Namun demikian, berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Gupta (2019), investor yang berpendidikan tinggi pun turut melakukan *herding* dalam pembuatan keputusan. Hal tersebut dibuktikan ketika banyak investor terkemuka dan berpendidikan tinggi terjebak dalam Krisis Finansial Global tahun 2008. Berdasarkan argumentasi tersebut, dirumuskan hipotesis berikut ini:

STIE-YKPN YOGYAKARTA



## **H2: Kemampuan Analisis Investor Berpengaruh Terhadap Keputusan Investasi.**

### **Sentimen Investor**

Sentimen merupakan hal umum yang ada di pasar saham. Berdasarkan sumbernya, sentimen dibagi menjadi dua, yaitu sentimen internal dan sentimen eksternal (Hudson et al., 2018). Sentimen internal merupakan sentimen yang berasal dari diri investor seperti emosi dan *mood*. Sedangkan, sentimen eksternal merupakan sentimen yang berasal dari lingkungan sekitar investor seperti tekanan di lingkungan sosial dan *fad and fashion*. *Fad and fashion* merupakan pola perilaku yang mengikuti tren dalam masyarakat. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Liao et al., (2011) sentimen investor menjadi penyebab mereka melakukan *herding behavior*. Berdasarkan argumen tersebut, dirumuskan hipotesis berikut ini:

## **H3: Sentimen Investor Berpengaruh Terhadap Keputusan Investasi.**

### **Budaya**

Budaya adalah cara hidup yang dimiliki bersama oleh suatu kelompok dan diwariskan secara turun-temurun (Wikipedia, 2020). Setiap negara pasti memiliki budaya. Di benua Asia, terkhusus Indonesia, terdapat budaya kolektivitas atau hidup secara berkelompok yang tinggi. Budaya kolektif ini terbawa ke dalam kegiatan investasi di bursa saham. Budaya Asia yang menjunjung tinggi kebersamaan mendorong orang untuk mengikuti daripada mengkritisi (Chen et al., 2007). Penelitian yang dilakukan oleh Zhan (2013), menunjukkan bahwa negara dengan budaya kolektivitas tinggi cenderung untuk melakukan *herding behavior*. Berdasarkan argumen tersebut, dirumuskan hipotesis berikut ini:

## **H4: Budaya Berpengaruh Terhadap Keputusan Investasi.**

## Rekomendasi Analis

Rekomendasi adalah opini yang diberikan oleh analis kepada klien mereka. Rekomendasi disebarluaskan melalui berbagai media. Rekomendasi yang dikeluarkan oleh analis dapat memengaruhi investor dalam membuat keputusan (Melo & Wanyama, 2009). Berdasarkan studi dari Melo dan Wanyama (2009), investor percaya pada rekomendasi yang diberikan oleh analis keuangan. Padahal, para analis juga melakukan *herding*. Mereka melakukan *herding* demi kepentingan mereka seperti gaji, bonus, dan promosi jabatan. Berdasarkan argumen tersebut, dirumuskan hipotesis berikut ini:

**H5: Rekomendasi Analis Berpengaruh Terhadap Keputusan Investasi.**

## METODOLOGI PENELITIAN

### Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini berfokus pada pengaruh *herding behavior* terhadap keputusan investasi di pasar saham. *Herding behavior* terwakili oleh variabel keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen investor, budaya, dan rekomendasi analis. Kemudian, pengaruh variabel-variabel tersebut diregresi pengaruhnya terhadap keputusan investasi.

### Sampel dan Data Penelitian

Sampel dalam penelitian ini menggunakan para investor individual di Bursa Efek Indonesia. Sampel tersebut dipilih dengan menggunakan metode *Simple Random Sampling* (pemilihan sampel acak sederhana) dan data yang digunakan adalah data primer yang dikumpulkan dengan menggunakan kuesioner. Kuesioner diberikan kepada investor dalam bentuk *google form*. Sumber referensi kuesioner berasal dari disertasi yang ditulis oleh Lim (2013) yang diterbitkan oleh University of Western

STIE-YKPN YOGYAKARTA

Australia. Peneliti mengirimkan kuesioner tersebut melalui *personal chat* dan grup investor. Masa pengumpulan data dimulai pada tanggal 20 Maret 2020 hingga 31 Maret 2020 dan 14 Mei 2020 hingga 17 Mei 2020.

## **Jenis dan Definisi Operasional Variabel**

Berdasarkan jenis hubungan antar variabel, penelitian ini menggunakan variabel bebas (*independent variabel*) dan variabel terikat (*dependent variabel*). Penjabaran tentang masing-masing variabel dibahas pada bagian di bawah ini.

### **Variabel Bebas (*Independent Variabel*)**

Penelitian ini menggunakan lima variabel independen yang meliputi keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen investor, budaya, dan rekomendasi analis.

#### a. Keputusan Investor Lain

Investor sebelum membuat keputusan akan mempertimbangkan keputusan investor lain. Hal ini dimaksudkan untuk mengurangi rasa ketidakpastian dan memenuhi rasa aman (Vaughan & Hogg, 2005). Dalam realitasnya, investor justru meniru keputusan investor lain (Lao & Singh, 2011).

#### b. Kemampuan Analisis Investor

Investor pasti memiliki kemampuan analisis yang berbeda. Kemampuan analisis ini didasarkan pada latar belakang pendidikan dan pengalaman investor (Gupta, 2019).

Investor berpendidikan tinggi pun dapat terjebak dalam perilaku *herding*. Hal tersebut dibuktikan dengan banyak investor yang berpendidikan tinggi dan dianggap ahli yang menjadi korban pada Krisis Global tahun 2008 (Gupta, 2019).

#### c. Sentimen Investor

Berdasarkan pengalaman dan pengamatan peneliti di bursa saham, sentimen menjadi salah satu pemicu pergerakan pasar yang disebabkan oleh keputusan investor. Penelitian yang dilakukan oleh Hudson et al., (2018) memaparkan jika sentimen investor menjadi sumber *herding behavior* dalam pasar saham.

#### d. Budaya

Setiap masyarakat yang tinggal dalam suatu negara pasti memiliki budaya. Negara berkembang, terkhusus di Benua Asia, memiliki budaya kolektivitas atau kebersamaan yang tinggi. Berbeda dengan budaya di negara maju yang cenderung individualis. Budaya kolektif baik jika diterapkan dalam kehidupan bermasyarakat. Namun, jika budaya kolektivitas dibawa pada dunia investasi, maka keputusan yang dibuat menjadi bias (Zhan, 2013).

#### e. Rekomendasi Analis

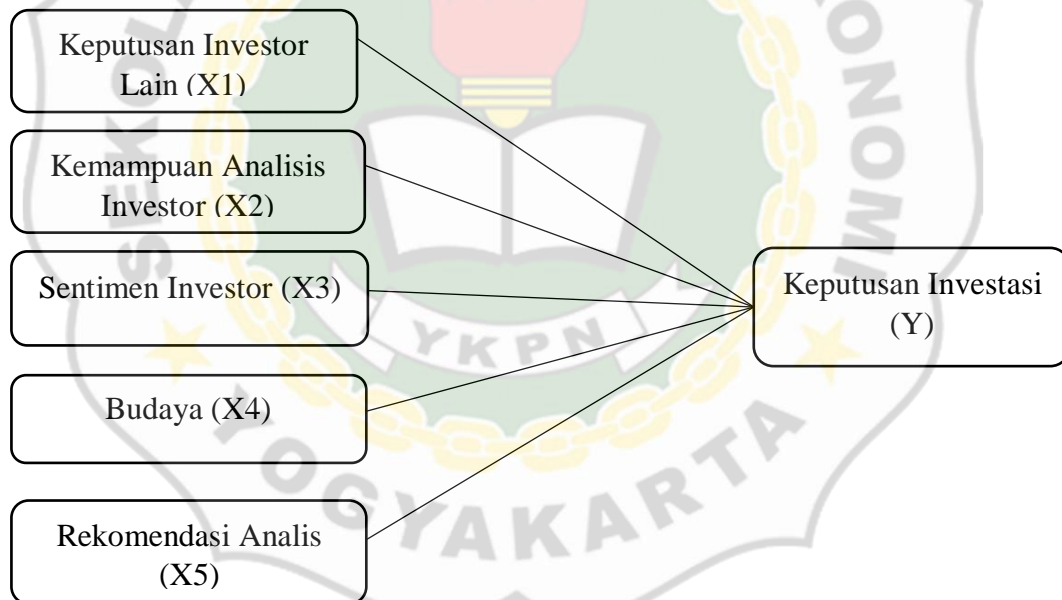
Rekomendasi sering diberikan oleh analis sebelum atau saat bursa saham buka melalui berbagai media. Analis sekuritas biasanya memberikan rekomendasi via grup nasabah. Investor begitu memercayai rekomendasi yang diberikan oleh analis tersebut padahal rekomendasi yang diberikan tidak sepenuhnya tepat. Ketidaktepatan analisis tersebut dikarenakan analis terjebak dalam perilaku *herding* (Melo & Wanyama, 2009). Perilaku *herding* oleh analis tersebut dilatarbelakangi oleh kepentingan yang berkaitan dengan gaji, bonus, dan promosi jabatan (Dumontier & Dubois, 2006; Hamid & Stulz, 2007).

#### **Variabel Terikat (*Dependent Variabel*)**

Dalam penelitian ini, variabel dependen yang dipilih adalah keputusan investasi yang merupakan hasil dari proses investasi yang telah dilakukan oleh investor. Menurut Tandelilin (2010), investor membuat keputusan investasi berdasarkan

tingkat *return* yang diharapkan, tingkat risiko, serta hubungan antara *return* dan risiko. Namun dalam proses investasi, investor sering kali tidak membuat keputusan yang berdasar ketiga hal tersebut. Keputusan investasi yang dibuat bukanlah hasil dari proses investasi, melainkan hasil pengaruh dari faktor-faktor penyebab *herding behavior*. Dengan demikian, investor tidak bisa mengukur tingkat risiko atas pembelian saham karena tidak mengetahui apa yang sebenarnya dibeli (Hagstrom, 1994).

## Model Penelitian



## Metode dan Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis data kuantitatif. Skala pengukuran yang digunakan yaitu skala *likert*. Pertanyaan pada kuesioner dibuat dengan menggunakan skala 1 – 4 untuk merepresentasikan jawaban dari responden. Nilai untuk skala tersebut adalah:

- a. Sangat setuju: 4

- b. Setuju: 3
- c. Tidak Setuju: 2
- d. Sangat Tidak Setuju: 1

Peneliti menggunakan beberapa uji statistik untuk mengolah data menjadi hasil penelitian yang dapat ditarik kesimpulannya. Uji statistik yang digunakan meliputi:

### **Uji Validitas (Uji Kualitas Instrumen Data)**

Uji validitas menunjukkan derajat ketepatan data yang sesungguhnya terjadi pada obyek dengan data yang dikumpulkan oleh peneliti (Sugiyono, 2016). Jika  $r$ -hitung  $>$   $r$ -tabel (uji 2 sisi dengan nilai signifikansi 0.05) maka instrumen pertanyaan dinyatakan valid (Duwi, 2011).

### **Uji Reliabilitas (Uji Kualitas Instrumen Data)**

Menurut Sugiyono (2012), uji reliabilitas adalah sejauh mana hasil pengukuran dengan menggunakan obyek yang sama akan menghasilkan data yang sama. Jika nilai *cronbach's alpha*  $>$  0.60, maka data penelitian dianggap reliabel atau konsisten (Sujarweni, 2014).

### **Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah data yang digunakan pada penelitian berdistribusi normal atau tidak (Raharjo, 2019). Uji normalitas merupakan bagian dari uji asumsi klasik sebelum analisis regresi dilakukan. Data dinyatakan berdistribusi normal jika nilai signifikansi  $>$  0.05.

### **Uji Linearitas**

Menurut Raharjo (2019), uji linearitas bertujuan untuk menguji korelasi linear yang signifikan antar dua variabel. Hubungan yang baik yaitu terdapat hubungan yang

linear antara variabel bebas dengan variabel terikat. Dasar pembuatan keputusan yaitu jika nilai *Deviation from Linearity Sig.*  $> 0.05$ , maka terdapat hubungan yang linear secara signifikan antara variabel independen dengan variabel dependen, begitu pun sebaliknya (Raharjo, 2019).

## Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui ada atau tidak penyimpangan asumsi klasik multikolinearitas yaitu adanya korelasi antar variabel independen dalam model regresi (Duwi, 2011). Prasyarat yang harus terpenuhi dalam model regresi adalah tidak adanya gejala multikolinearitas. Metode pengujian yang digunakan yaitu melihat nilai *Variance Inflating Factor* (VIF) dan *tolerance*. Cara pengujian yaitu:

- a.  $VIF > 10$  dan  $tolerance < 0.01$ , ada multikolinearitas.
- b.  $VIF < 10$  dan  $tolerance > 0.01$ , tidak ada multikolinearitas.

## Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari nilai residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2013). Prasyarat yang harus terpenuhi pada model regresi yaitu tidak adanya gejala heteroskedastisitas. Uji yang dipakai untuk mengetahui adanya gejala heteroskedastisitas pada penelitian ini yaitu uji *glejser*. Dasar pembuatan keputusan yaitu nilai signifikansi variabel independen dengan absolut residual  $> 0.05$  maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas (Duwi, 2011).

## Uji Regresi Berganda

Uji regresi berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian hipotesis menggunakan uji regresi berganda untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen investor, budaya, dan rekomendasi analis terhadap variabel dependen yaitu keputusan investasi. Model regresi berganda yang digunakan pada penelitian ini yaitu:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Keterangan:

Y = Keputusan Investasi

a = Konstanta

X1 = Keputusan Investor Lain

X2 = Kemampuan Analisis Investor

X3 = Sentimen Investor

X4 = Budaya

X5 = Rekomendasi Analis

e = *Standard error*

b1, b2, b3, b4, b5 = Koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen

## ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	243.683	5	48.737	7.279	.000 <sup>a</sup>
	Residual	676.205	101	6.695		
	Total	919.888	106			

a. Predictors: (Constant), RA, KIL, SI, KA, B

b. Dependent Variable: KI



**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.515 <sup>a</sup>	.265	.229	2.587

a. Predictors: (Constant), RA, KIL, SI, KA, B

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	12.055	2.456		4.909	.000
	KIL	-.060	.099	-.060	-.600	.550
	KA	.349	.091	.392	3.858	.000
	SI	.080	.082	.098	.977	.331
	B	-.068	.096	-.083	-.702	.484
	RA	.156	.076	.214	2.065	.041

a. Dependent Variable: KI

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh keputusan investor lain, kemampuan analisis investor, sentimen investor, budaya, dan rekomendasi analis terhadap keputusan investasi. Peneliti mengumpulkan sampel dengan cara menyebarkan kuesioner berbentuk *google form* kepada investor individual di Bursa Efek Indonesia. Peneliti menyebarkan kuesioner via *personal chat* dan grup investor. Peneliti berhasil memperoleh sampel sebanyak 107 responden. Kemudian, peneliti menguji sampel tersebut menggunakan uji regresi berganda dengan aplikasi SPSS.

Hasil pengujian pada variabel independen menunjukkan bahwa variabel bebas keputusan investor lain, sentimen investor, dan budaya tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Sedangkan, variabel independen kemampuan analisis investor dan rekomendasi analis berpengaruh terhadap keputusan investasi. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian terdahulu yang menjadi sumber variabel

bebas penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Gupta (2019), menyebutkan bahwa investor meniru keputusan investor lain dalam membuat keputusan, tetapi hasil penelitian ini menolak bahwa investor meniru keputusan investor lain.

Lao dan Singh (2011) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa investor dengan kemampuan analisis yang baik pun dapat mengalami *herding behavior*. Hal ini dibuktikan pada Krisis Global 2008. Namun, peneliti memperoleh hasil bahwa investor yakin dengan kemampuan analisis yang dimiliki. Oleh sebab itu, investor membuat keputusan investasi berdasarkan kemampuan analisisnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Hudson et al., (2018) menyimpulkan bahwa sentimen menjadi penyebab investor melakukan *herding*. Hal ini tidak selaras dengan hasil penelitian yang menyatakan bahwa investor berhati-hati sebelum membeli saham. Investor tidak akan melakukan pembelian jika tidak memahami risiko dari suatu saham. Zhan (2013) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa bangsa yang memiliki budaya kolektivitas tinggi, cenderung melakukan *herding* ketika berinvestasi. Investor merasa aman ketika keputusan investasi yang dibuat sesuai dengan konsensus pasar (Zhan, 2013). Penelitian tersebut bertolak belakang dengan hasil penelitian yang menyebutkan bahwa investor menyukai perbedaan, yang berarti investor tidak mengikuti konsensus pasar.

Penelitian oleh Melo dan Wanyama (2009) memperoleh kesimpulan bahwa rekomendasi analis memengaruhi pembuatan keputusan investasi yang berdampak pada kenaikan harga saham. Penelitian tersebut selaras dengan hasil pengujian yang menyatakan bahwa investor memercayai rekomendasi dari analis. Sebab, rekomendasi analis tersebut dapat meyakinkan investor sebelum membuat keputusan investasi.

## Saran

Berdasarkan hasil penelitian, peneliti memberikan saran kepada pihak-pihak yang terkait dengan penelitian ini seperti investor, regulator, perusahaan sekuritas, dan peneliti selanjutnya yang akan mengambil topik penelitian tentang *herding behavior* supaya memperoleh manfaat dari adanya penelitian ini. Berikut saran atas penelitian ini:

1. Peneliti menganjurkan agar investor bertindak rasional dalam menerima informasi pasar. Agar investor dapat membuat keputusan investasi yang logis.
2. Peneliti menyarankan kepada regulator pasar modal agar membuat peraturan ketat tentang dampak yang ditimbulkan oleh *herding behavior*. Sebab dampak dari *herding behavior* ini dapat mengacaukan pasar, bahkan lebih parah yaitu *economic bubble* dan *market crash*.
3. Peneliti menyarankan kepada perusahaan sekuritas agar memberikan edukasi tentang pentingnya psikologi investasi. Supaya investor dapat memasukkan psikologi investasi ke dalam proses analisisnya.
4. Peneliti selanjutnya disarankan untuk mencari variabel lain tentang *herding behavior* yang belum diketahui pada penelitian ini. Supaya variabel tersebut dapat diketahui.
5. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan metode *purposive sampling* dalam pemilihan sampel penelitian. Agar sampel yang diuji representatif.

## Keterbatasan Penelitian

Peneliti ingin menyebar kuesioner secara langsung kepada responden. Peneliti berencana mengadakan *mini seminar* di STIE YKPN bersama seorang rekan untuk mengumpulkan responden. Akan tetapi, adanya pandemi Covid-19 yang mewabah

hampir di seluruh dunia termasuk Indonesia, menyebabkan *mini seminar* tersebut batal dilaksanakan.



## DAFTAR PUSTAKA

- Bacmann, J. F., & Bolliger, G. (2001). *Who Are The Best ? Local Versus Foreign Analysts On The Latin American Stock Markets*.
- Badan Pengembangan dan Pembinaan Bahasa. (2016). *Pengertian Budaya*. Kamus Besar Bahasa Indonesia. <https://kbbi.kemdikbud.go.id/entri/budaya>
- Badan Pengembangan dan Pembinaan Bahasa. (2016). *Sentimen*. Kamus Besar Bahasa Indonesia. <https://kbbi.kemdikbud.go.id/entri/sentimen>
- Balcilar, M., Demirer, R., & Hammoudeh, S. (2012). Investor Herds and Regime-Switching: Evidence from Gulf Arab Stock Markets. *Journal of International Markets, Institutions and Money*, 23, 295–321.
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107, 797–817.
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2000). Herd behavior in financial markets. In *IMF Staff Papers* (Vol. 47, Issue 3, pp. 279–310).
- Bontempo, R., Lobel, S., & Triandis, H. (1990). Compliance and Value Internalization in Brazil and the US. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 21, 200–213.
- Chang, E. C., Cheng, J. C., & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24, 1651–1679.
- Chappelow, J. (2020). *Market Efficiency*. <https://www.investopedia.com/terms/m/marketefficiency.asp>
- Chen, G. M., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). Trading performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors. *Journal of Behavioural Decision Making*, 20, 425–451.
- Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Do individuals returns herd around the market? *Financial Analysts Journal*, 31–37.
- CNBC Indonesia. (2019). *Hari Terakhir Bursa 2019, Investor Pasar Modal Capai 2,4 Juta*. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20191230142312-17-126472/hari-terakhir-bursa-2019-investor-pasar-modal-capai-24-juta>
- Cote, J., & Goodstein, J. (1999). A breed apart? Security analysts and herding behaviour. *Journal of Business Ethics*, 305–314.
- Demirer, R., & Kutan, R. (2006). Does herding behavior exist in Chinese stock market? *Journal of International Financial Markets, Institutio*, 123–142.
- Devenow, A., & Welch, A. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 603–615.
- Downey, L. (2020). *Efficient Market Hypothesis*.

<https://www.investopedia.com/terms/e/efficientmarkethypothesis.asp>

- Dumontier, P., & Dubois, M. (2006). Do conflicts of interest affect analysts' forecast and recommendations? A survey. In *Conflicts of interest, corporate governance and financial markets* (pp. 187–210). Kluwer Law International.
- Duwi. (2011). *Uji Validitas Kuesioner*. <http://duwiconsultant.blogspot.com/2011/11/uji-validitas-kuisisioner.html>
- Economou, F., Kostakis, A., & Philippas, N. (2010). An examination of Herd Behaviour in Four Mediterranean Stock Markets. *Athens: 9th Annual Conference, European Economics and Finance Society*.
- Fama, E. (1970). Efficient capital market: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 383–417.
- Finansialku. (2018). *Behavioral finance dalam pengambilan keputusan*. <https://www.finansialku.com/investor-behavioral-finance-dalam-keputusan-investasi/>
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS* (7th ed.). Penerbit Universitas Diponegoro.
- Graham, B. (1973). *The Intelligent Investor*. HarperCollins Publishers.
- Gupta, C. (2019). *Decision-making, Belief, and Behavioral Biases*.
- Gupta, C. (2019). Investor Psychology and Behavioural Finance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3432901>
- Hagstrom, R. G. (1994). *The Warren Buffett way*. Wiley.
- Hamid, R., & Stulz, M. (2007). The economics of conflicts of interest in financial institutions. *Journal of Financial Economics*, 85, 267–296.
- Henker, J., Henker, T., & Mitsios, A. . (2006). Do investors herd intraday in Australian equities? *International Journal of Managerial Finance* 2 (3), 196–219.
- Hong, H., Kubik, J. ., & Solomon, A. (2000). Security analysts' career concerns and herding of earning forecasts. *RAND Journal of Economics*, 31, 121–144.
- Hudson, Y., Yan, M., & Zhang, D. (2018). Herd Behaviour & Investor Sentiment: Evidence from UK Mutual Funds. *SSRN Electronic Journal*, 44(0). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3223492>
- IDX. (2020). *Pengantar Pasar Modal*. <https://www.idx.co.id/investor/pengantar-pasar-modal/>
- Kallinterakis, V., Gavriilidis, C., & Micciullo, P. (2011). The Argentine Crisis: A Case for Herd Behaviour? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.980685>
- Lao, P., & Singh, H. (2011). *Herding Behaviour in the Chinese and Indian Stock*

- Markets Herding Behaviour in the Chinese and Indian Stock Markets*. 1–28.
- Li, L. kang. (2013). *Investment Intentions: A Consumer Behaviour Framework*. University of Western Australia.
- Liao, T. L., Huang, C. J., & Wu, C. Y. (2011). Do Fund Managers Herd to Counter Investor Sentiment? *Journal of Business Research*, 64(2), 207–212.
- Melo, S., & Wanyama, R. M. (2009). A Survey on Analysts' Stock Recommendations: Are They Really Useful? *SSRN Electronic Journal*, 1–12. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1336343>
- Nofsinger, J. R., & Sias, R. W. (1999). Herding and feedback trading by institutional and individual investors. *The Journal of Finance*, 54, 2263–2295.
- Olsen, R. A. (2011). *Financial Risk Perceptions: A behavioral perspective*.
- Raharjo, S. (2019a). *Cara Melakukan Uji Linearitas dengan Program SPSS*. <https://www.spssindonesia.com/2014/02/uji-linearitas-dengan-program-spss.html>
- Raharjo, S. (2019b). *Cara Melakukan Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov dengan SPSS*. <https://www.spssindonesia.com/2014/01/uji-normalitas-kolmogorov-smirnov-spss.html>
- Sahamgain. (2020). *Market crash terulang lagi?* <http://www.sahamgain.com/2019/05/crash-market-saham-terulang.html>
- Saratoga. (2020). *Portofolio Saratoga*. <http://saratoga-investama.com/id/portfolio/>
- Shefrin, H. (2000). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychological of investing*. Oxford University Press.
- Stelios, M. B., Brian L., K., & Gazi, S. U. (2017). Herding behaviour, market sentiment and volatility: Will the bubble resume? *The North American Journal of Economics and Finance*, 107–131.
- Sugiyono. (2012). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Sugiyono. (2016). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Alfabeta.
- Sujarweni, V. W. (2014). *SPSS untuk Penelitian*. Pustaka Baru Press. <https://www.spssindonesia.com/2014/01/uji-reliabilitas-alpha-spss.html>
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi* (1st ed.). Kanisius.
- Triandis, H. C. (1995). *Individualism and Collectivism*. Westview Press, Inc.
- Universitas Gadjah Mada. (2020). *Pengertian Chartered Financial Analyst*. <http://mm.feb.ugm.ac.id/cfa/>
- Vaughan, M. A., & Hogg, G. M. (2005). *Introduction to Social Psychology*. Pearson.

Welch, I., Bikhchandandi, S., & Hirshleifer, D. (1992). A Theory of Fads , Fashion , Custom , and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992–1026.

Wikipedia. (2020). *Gelembung Ekonomi, Gelembung Spekulatif, Gelembung Keuangan*. [https://id.wikipedia.org/wiki/Gelembung\\_ekonomi](https://id.wikipedia.org/wiki/Gelembung_ekonomi)

Wikipedia. (2020). *Pengertian Budaya*. <https://id.wikipedia.org/wiki/Budaya>

Zhan, F. (2013). Individualism, Synchronized Stock Price Movements, and Stock Market Volatility. *Social Science Research Network*.







