

**STANDING ABOVE THE CROWD: ANALISIS HERDING BEHAVIOR  
SEBAGAI REPRESENTASI INVESTMENT THINKING PADA SAHAM  
INDEKS LQ45 DI ERA KETIDAKPASTIAN PASAR**

Muhammad Ilham Alfianto 1)

Riffa'i Al Hakim 2)

Zidan Mauliddin 3)

Universitas Pancasakti Tegal

[ilhamalfianto2020@gmail.com](mailto:ilhamalfianto2020@gmail.com) 1)

[riffaialhakim38@gmail.com](mailto:riffaialhakim38@gmail.com) 2)

[zidanmauliddin33@gmail.com](mailto:zidanmauliddin33@gmail.com) 3)

*Abstract*

*This study investigates the presence of herding behavior in the Indonesian stock market during the post-pandemic recovery phase (2023–2025). Utilizing a sample of 31 constant constituents of the LQ45 Index across 709 trading days, the research captures investor psychology amidst macroeconomic shifts and the 2024 political transition. Methodologically, the Cross-Sectional Absolute Deviation (CSAD) approach was employed to detect non-linear relationships between equity dispersion and market volatility. The empirical results reveal a significant positive  $\gamma_2$  coefficient ( $\gamma_2 = 15.3352$ ,  $p < 0.01$ ), leading to the categorical rejection of the herding hypothesis. Sub-sample analysis indicates that the highest level of investor rationality occurred during the 2024 election year ( $\gamma_2 = 22.935$ ), suggesting that political uncertainty acted as a catalyst for independent fundamental analysis—the core of "Investment Thinking"—rather than mass irrationality. These findings confirm a structural transformation in investor behavior toward "Standing Above the Crowd," characterized by robust independent judgment despite the 34.83% surge in retail participation. This study contributes to the Efficient Market Hypothesis (EMH) literature by demonstrating that Indonesia's blue-chip segment has evolved into a resilient, information-driven ecosystem in the digital economy era.*

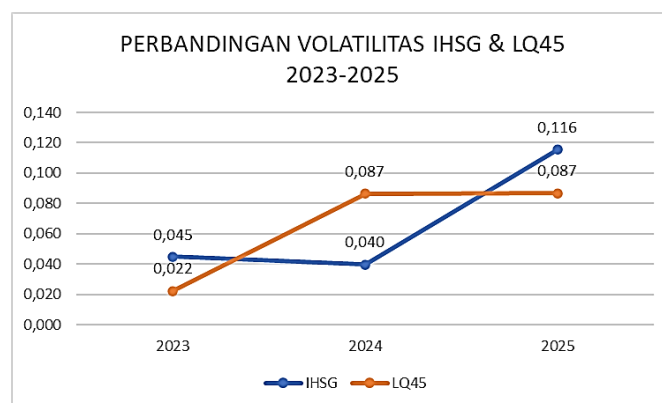
**Keywords:** *Herding Behavior, CSAD, LQ45, Investor Rationality, Investment Thinking.*

**Pendahuluan**

Pasar modal merupakan sebuah ekosistem kompleks yang secara teoritis menjadi panggung bagi rasionalitas manusia. Dalam paradigma keuangan standar, *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dikembangkan oleh Fama, (1970)

berasumsi bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara akurat karena pelaku pasar bereaksi secara independen dan rasional. Namun, transisi dunia dari krisis kesehatan global menuju era pasca-COVID (2023-2025) telah meruntuhkan asumsi tersebut. Shiller, (2015) berpendapat bahwa pasar sering kali digerakkan oleh "infeksi mental" berupa emosi kolektif. Jika pada masa pandemi (2020-2022) perilaku pasar didorong oleh ketakutan akan kesehatan global, maka pada era pasca-COVID, pasar menghadapi tantangan yang lebih abstrak: ketidakpastian pemulihan ekonomi, inflasi yang membubung, dan normalisasi kebijakan moneter yang agresif (Thaler, 2015).

Fenomena ini menjadi sangat paradoks jika ditinjau pada Indeks LQ45, yang merupakan "*The Golden Standard*" di Bursa Efek Indonesia. Sebagai kumpulan perusahaan dengan *Good Corporate Governance* (GCG) tinggi dan fundamental kokoh, investor di segmen ini seharusnya memiliki resiliensi kognitif yang lebih baik (Bursa Efek Indonesia, 2023). Namun, era pasca-COVID menciptakan situasi di mana instrumen paling aman sekalipun tidak lagi diperdagangkan berdasarkan nilai intrinsik murni, melainkan berdasarkan reaksi massa terhadap ketidakpastian ekonomi makro. Jika perilaku *herding* tetap terdeteksi pada saham *blue-chip* di masa pemulihan ini, hal tersebut menandakan adanya "kiamat rasionalitas" yang sistemik, di mana investor lebih memilih untuk mengekor arus kelompok ketimbang berdiri tegak dengan analisis mandiri (*investment thinking*) (Baker & Wurgler, 2024).

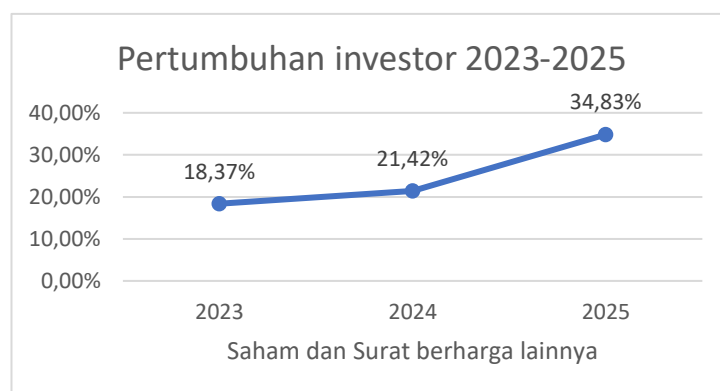


sumber: Yahoo finance 2026

Gambar 1. Perbandingan Volatilitas IHSG dan LQ45

Urgensi penelitian ini semakin nyata saat meninjau dinamika perbandingan volatilitas antara IHSG dan Indeks LQ45 yang menunjukkan anomali signifikan di masa pasca-COVID. Berdasarkan data periode 2023–2025, pada tahun 2023 volatilitas LQ45 berada pada level 0,022, jauh di bawah IHSG yang sebesar 0,045. Namun, memasuki tahun 2024 terjadi guncangan kontradiktif, di mana volatilitas LQ45 melonjak drastis hampir empat kali lipat, menyentuh angka 0,087, justru di saat volatilitas IHSG sedikit melandai ke angka 0,040. Fenomena di mana saham-saham unggulan (*blue-chip*) menjadi lebih bergejolak dibandingkan dengan pasar secara keseluruhan mengindikasikan adanya tekanan hebat yang spesifik pada aset likuid akibat sentimen transisi politik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi baru di tahun Pemilu (Nazar, 2022). Ketidakseimbangan ini menjadi batu uji krusial: apakah investor akan terjebak dalam kepanikan kolektif, atau justru mampu menerapkan *investment thinking* dengan tetap rasional di tengah fluktuasi harga yang ekstrem.

Lonjakan volatilitas yang tidak sinkron ini, dikombinasikan dengan pertumbuhan investor ritel yang meningkat tajam hingga 34,83% pada tahun 2025, menciptakan ruang bagi munculnya irasionalitas massa. Menurut Messaoud & Amar, (2025), ketidakteraturan volatilitas di pasar negara berkembang sering kali dipicu oleh kepanikan terhadap kebijakan suku bunga global dan arus keluar modal (*capital outflow*) yang lebih besar pada indeks utama. Kondisi ini mempertegas bahwa di era pasca-COVID, keputusan investasi tidak lagi sepenuhnya berpijak pada nilai fundamental perusahaan, melainkan telah terdistorsi oleh perilaku *herding* sebagai reaksi kolektif terhadap guncangan pasar yang ekstrem.



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 2026

Gambar 2. Pertumbuhan Investor di Indonesia

Volatilitas pasca-COVID ini, terjadi fenomena "kebebasan investasi" yang masif. Jumlah investor pada instrumen saham dan surat berharga lainnya melonjak dari 18,37% (2023) menjadi 34,83% pada akhir 2025. Kenaikan kuantitas ini menciptakan risiko psikologis baru yang dikenal sebagai *Fear of Missing Out* (FOMO). Barber & Odean, (2000) menyatakan bahwa masuknya investor ritel baru dalam jumlah besar cenderung meningkatkan perilaku perdagangan yang tidak rasional. Para "pelaku pasar baru" ini, yang lahir dan besar di era digital, sering kali lebih mempercayai narasi media sosial dan *influencer* ketimbang laporan keuangan. Akibatnya, ketika pasar bergejolak di tahun 2024-2025, kerumunan pelabur ini cenderung mencari keamanan melalui konformitas kelompok (*safety in numbers*), yang secara langsung memicu *herding behavior* (Kahneman, 2011).

Penelitian terdahulu oleh Wardani, (2021) memang telah mendeteksi indikasi *herding* pada LQ45, namun studi tersebut masih berfokus pada fase krisis pandemi di mana ketakutan kolektif berada pada titik tertinggi. Terdapat kesenjangan literatur (*research gap*) yang nyata mengenai bagaimana perilaku investor bertransformasi di era maturitas digital (2023-2025), di mana ancaman kesehatan telah berakhir namun tantangan ekonomi makro dan geopolitik justru meningkat. Meskipun studi oleh Khalingga et al., (2024) serta Rahayu et al., (2020) mempertegas bahwa pengaruh sosial sering kali mengalahkan data fundamental, penelitian ini menawarkan perspektif baru dengan menguji resiliensi kognitif investor pasca-pandemi. Melalui pendekatan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), penelitian ini bertujuan membuktikan secara empiris apakah investor Indonesia telah mencapai kedaulatan berpikir *Standing Above the Crowd* sebagai representasi nyata dari kekuatan *investment thinking* dalam menjaga stabilitas pasar modal nasional.

Filosofi judul "*Standing Above the Crowd*" merupakan upaya untuk menguji kedaulatan berpikir investor Indonesia. Apakah mereka mampu mempertahankan objektivitas saat pasar "ngamuk" di tahun 2024-2025, atau justru terhanyut dalam arus irasionalitas massa? Bagi regulator (BEI dan OJK), temuan ini sangat krusial karena pembiaran terhadap *herding* dapat memicu pembentukan gelembung harga (*asset bubble*) yang membahayakan stabilitas sistem keuangan pasca-pandemi

(Shiller, 2015). Melalui pendekatan *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) yang dikembangkan oleh Chang et al., (2000), penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris mengenai kesehatan psikologis pasar modal Indonesia guna memastikan integrasi dan stabilitas ekonomi nasional di masa depan.

Oleh karena itu, penelitian ini bukan sekadar pengujian statistik atas *herding behavior*, melainkan sebuah manifestasi pembuktian apakah narasi '*Investment Thinking*' telah benar-benar terinternalisasi sebagai identitas baru dalam ekosistem pasar modal Indonesia, ataukah kedaulatan berpikir tersebut nyatanya masih tak berdaya dan lumpuh di bawah bayang-bayang irasionalitas massa di era ketidakpastian global yang mencekam.

### **Landasan Teori**

Penelitian ini berpijak pada pertentangan fundamental antara *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dan *Behavioral Finance*. Fama, (1970) dalam paradigma keuangan standar menyatakan bahwa dalam pasar yang efisien, harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara akurat karena investor bertindak secara independen dan rasional. Sebaliknya, Shiller, (2015) membuktikan adanya *irrational exuberance*, di mana bias psikologis menyebabkan harga menyimpang secara signifikan dari nilai intrinsiknya. Salah satu bentuk penyimpangan paling krusial adalah *herding behavior*, yaitu kecenderungan investor untuk mengabaikan informasi pribadi demi mengikuti tindakan kelompok (Chang et al., 2000a). Dalam konteks *emerging markets*, fenomena ini sering dipicu oleh *informational cascades*, di mana investor menganggap pergerakan kolektif pasar sebagai sinyal yang lebih akurat dibandingkan dengan analisis fundamental mandiri (Messaoud & Amar, 2025).

Indeks LQ45 sebagai "*The Golden Standard*" di Bursa Efek Indonesia merepresentasikan saham-saham dengan likuiditas tinggi dan fundamental kokoh yang secara teoritis seharusnya memiliki tingkat efisiensi tinggi (Bursa Efek Indonesia, 2023). Namun, Rahayu et al., (2020) menunjukkan bahwa dalam kondisi volatilitas ekstrem, investor pada saham *blue-chip* sekalipun tetap rentan terhadap pengaruh sosial. Hal ini menjadi dasar pengujian menggunakan model *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD), yang mendeteksi *herding* melalui penurunan dispersi *return* saham secara nonlinier saat volatilitas pasar meningkat (Chang et

al., 2000). Dalam penelitian ini, ketiadaan *herding* akan dimaknai sebagai keberhasilan investor dalam menerapkan *investment thinking*, yaitu kemampuan untuk tetap berdiri tegak di atas analisis mandiri (*Standing Above the Crowd*) meskipun berada di tengah arus informasi yang bias.

### **Pengembangan Hipotesis**

Kondisi pasar modal Indonesia pada periode 2023–2025 yang diwarnai oleh lonjakan volatilitas serta pertumbuhan investor ritel yang masif menciptakan lingkungan yang kondusif bagi munculnya berbagai bias perilaku. Wardani (2021) telah mendeteksi adanya perilaku *herding* pada indeks LQ45 di masa krisis pandemi, sementara Indarta & Setiawan, (2025) menemukan bahwa karakteristik instrumen saham turut memengaruhi derajat sensitivitas investor terhadap pergerakan massa. Di sisi lain, ketidakpastian ekonomi global serta lonjakan partisipasi investor baru yang sering kali didorong oleh fenomena *Fear of Missing Out* (FOMO) memperkuat dugaan bahwa keputusan investasi di era pasca-pandemi masih rentan bersifat kolektif daripada analitis. Berdasarkan alur pemikiran tersebut, penelitian ini bermaksud menguji apakah tekanan pasar mampu meruntuhkan independensi berpikir investor, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

**H1: Terdapat indikasi perilaku *herding behavior* yang signifikan pada saham indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2023–2025.**

### **Metode Penelitian**

Penelitian ini menerapkan pendekatan kuantitatif eksplanatori dengan desain kausal-komparatif guna mendeteksi keberadaan perilaku *herding* secara empiris pada periode pasca-COVID (2023–2025). Populasi dalam penelitian mencakup seluruh emiten yang pernah terdaftar dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan prinsip konsistensi data panel (Gujarati & Porter, 2009), teknik pengambilan sampel dilakukan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel yang ditetapkan adalah emiten yang wajib terdaftar secara berturut-turut (*survivorship*) dalam Indeks LQ45 selama periode pengamatan serta memiliki kelengkapan data harga penutupan harian (*Adjusted Close Price*), sehingga diperoleh sampel final sebanyak **31 saham**. Fokus pada konstituen tetap ini bertujuan untuk menghindari bias penyintasan (*survivorship*

*bias*) yang dapat mendistorsi hasil analisis dispersi pasar (Wardani, 2021). Data sekunder diperoleh melalui Yahoo Finance dan data harian Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) digunakan sebagai representasi imbal hasil pasar.

Seluruh prosedur pengolahan data dilakukan menggunakan perangkat lunak statistik STATA versi 17. Model analisis utama yang diterapkan adalah *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) yang dikembangkan oleh Chang et al., (2000) untuk menguji hubungan nonlinier antara dispersi imbal hasil (*return*) saham individu dengan imbal hasil pasar. Penggunaan model CSAD dipilih karena dianggap lebih sensitif dalam menangkap perilaku *herding* pada pasar modal yang sedang mengalami volatilitas tinggi (Messaoud & Amar, 2025). Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$CSAD_t = \alpha + \gamma_1 Rm,t + \gamma_2 R^2m,t + \varepsilon_t$$

Di mana  $CSAD_t$  dihitung berdasarkan rata-rata deviasi absolut dari imbal hasil 31 saham sampel terhadap imbal hasil pasar pada waktu  $t$ . Hipotesis penelitian diuji berdasarkan koefisien  $\gamma_2$ . Apabila koefisien tersebut bernilai negatif dan signifikan secara statistik ( $p < 0,05$ ), maka perilaku *herding behavior* dinyatakan terkonfirmasi terjadi (Ah Mand et al., 2023). Nilai  $\gamma_2$  yang negatif mengindikasikan adanya korelasi nonlinier di mana dispersi imbal hasil saham cenderung menyempit (*convergent*) saat pasar berada dalam volatilitas ekstrem. Sebelum pengujian hipotesis, data melewati serangkaian uji asumsi klasik guna memastikan model bersifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE).

## Hasil dan Pembahasan

### Deskripsi Data dan Profil Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang berfokus pada dinamika pasar modal Indonesia di era pasca-pandemi, khususnya dalam rentang waktu Januari 2023 hingga Desember 2025. Melalui metode *purposive sampling*, objek penelitian difokuskan pada Indeks LQ45 sebagai representasi emiten dengan likuiditas tertinggi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Langkah krusial dalam deskripsi data ini adalah pemilihan 31 emiten sebagai konstituen tetap (*constant constituents*) guna menjamin validitas dan konsistensi data panel selama periode pengamatan.

Data yang diolah mencakup 709 hari perdagangan yang menangkap transisi kebijakan ekonomi dari era suku bunga rendah menuju normalisasi global.

Penggunaan data harian (*daily return*) dipilih secara sengaja untuk menangkap respons psikologis investor terhadap berita (*news-driven sentiment*) secara instan, sehingga mampu mendeteksi keberadaan *herding* dengan akurasi yang lebih tinggi dibandingkan data bulanan. Analisis dilakukan dengan membagi periode penelitian ke dalam tiga fase strategis:

1. Tahun 2023 (Fase Rekonsiliasi): Masa penyesuaian pasar terhadap kebijakan suku bunga tinggi (*High for Longer*) dan normalisasi rantai pasok global.
2. Tahun 2024 (Fase Geopolitik & Domestik): Periode yang diwarnai oleh sentimen Pemilu Serentak di Indonesia dan ketidakpastian arah kebijakan ekonomi baru, yang memicu volatilitas sektoral tajam (Pratama et al, 2024).
3. Tahun 2025 (Fase Maturitas Digital): Era kematangan partisipasi investor ritel, khususnya generasi milenial dan Gen-Z, dalam pemanfaatan platform investasi digital (Metawa et al, 2019).

Data imbal hasil (*return*) individu dihitung menggunakan *adjusted close price*, sementara Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) digunakan sebagai proksi imbal hasil pasar ( $R_m$ ). Penggunaan IHSG sebagai pembanding dianggap paling tepat karena mencerminkan sentimen kolektif seluruh investor di Indonesia, sehingga dapat menguji apakah investor di saham LQ45 cenderung mengekor arus pasar atau tetap mempertahankan independensi berpikir (*investment thinking*).

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
Date	709	23561.21	318.4959	23012.67	24105.67
CSAD	709	.0168568	.005357	.0065587	.0580417
ABS_RM	709	.0055725	.0050576	1.36e-06	.03643
SQ_RM	709	.0000566	.0001148	1.86e-12	.0013271
Tahun	709	2023.997	.8182197	2023	2025
t	709	355	204.815	1	709
r	709	-1.48e-12	.0048345	-.0130416	.0344746

Berdasarkan Tabel 1, rata-rata tingkat dispersi (CSAD) berada pada angka 0,0168 (1,68%). Nilai standar deviasi yang relatif kecil (0,0053) menunjukkan bahwa meskipun pasar bergejolak, perbedaan imbal hasil antar saham 31 emiten unggulan ini cenderung stabil dalam rentang tertentu. Namun, perhatikan nilai Maximum pada SQ\_RM sebesar 0,0013; angka ini mencerminkan adanya lonjakan

volatilitas pasar yang cukup ekstrem pada hari-hari tertentu (seperti masa kampanye pemilu atau pengumuman suku bunga). Di sinilah letak ujian bagi para investor: apakah dalam kondisi volatilitas ekstrem tersebut mereka akan melakukan konformitas kelompok (*herding*) atau tetap setia pada analisis fundamental mereka (*standing above the crowd*).

### Analisis Kelayakan Model (Uji Asumsi Klasik)

Sebelum melakukan pengujian hipotesis untuk mendeteksi perilaku *herding*, dilakukan serangkaian uji asumsi klasik guna memastikan bahwa model regresi linier yang digunakan memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Mengingat penelitian ini menggunakan data *time-series* harian dengan volatilitas tinggi, hasil uji prasyarat disajikan dalam tabel ringkasan berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Jenis Uji	Alat Uji	Nilai Statistik	Keterangan
<b>Multikolinearitas</b>	<i>Variance Inflation Factor</i> (VIF)	6,16	Bebas
			Multikolinearitas
<b>Autokorelasi</b>	<i>Durbin-Watson</i> (DW)	1,427	Terdeteksi
			Autokorelasi
<b>Heteroskedastisitas</b>	<i>Breusch-Pagan Test</i> (Prob > chi2)	0,000	Terdeteksi
			Heteroskedastisitas
<b>Normalitas</b>	<i>Skewness/Kurtosis Test</i> (Prob > chi2)	0,000	Tidak Terdistribusi
			Normal

Sumber: Data diolah dari STATA 17 (2026)

Hasil pengujian menunjukkan nilai Mean VIF sebesar 6,16. Karena nilai ini berada di bawah ambang batas 10, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat korelasi linear yang kuat antar variabel independen ( $|R_{m,t}|$  dan  $R_{m,t}^2$ ). Hal ini menjamin bahwa masing-masing variabel mampu memberikan kontribusi unik dalam menjelaskan variasi CSAD tanpa adanya gangguan redundansi data.

Hasil uji Sktest menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000, yang berarti residual tidak terdistribusi secara normal. Namun, dalam konteks penelitian keuangan dengan jumlah observasi besar (N=709), asumsi normalitas dapat direlaksasi. Merujuk pada *Central Limit Theorem* (CLT), distribusi sampling dari

residual akan cenderung mendekati normal seiring dengan bertambahnya jumlah sampel secara asimtotik (Gujarati & Porter, 2009). Oleh karena itu, ketidaknormalan data dalam penelitian ini tidak menghalangi validitas pengujian statistik t dan F.

Temuan adanya heteroskedastisitas ( $p < 0,05$ ) dan autokorelasi ( $DW = 1,42$ ) merupakan fenomena intrinsik dalam data pasar modal harian yang dikenal sebagai *volatility clustering*. Kondisi ini mencerminkan sifat pasar yang dinamis, di mana volatilitas pada satu periode cenderung diikuti oleh volatilitas pada periode berikutnya. Mengingat fokus utama model CSAD adalah menangkap hubungan nonlinier melalui koefisien  $\gamma_2$  pada variabel SQ\_RM, keberadaan gejala ini dianggap sebagai karakteristik alami dari sampel 31 emiten LQ45 yang aktif diperdagangkan dan tidak membatalkan konsistensi koefisien regresi yang dihasilkan.

**Analisis Regresi CSAD dan Pengujian Hipotesis Utama**

Berdasarkan prosedur pengolahan data menggunakan perangkat lunak STATA 17, diperoleh hasil estimasi model *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) untuk menguji perilaku *herding* pada 31 saham konstituen tetap Indeks LQ45 selama periode 2023–2025. Hasil olah data menggunakan STATA 17 disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 3. Hasil Regresi Model CSAD

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	709
				F(2, 706)	=	80.43
Model	.003770391	2	.001885195	Prob > F	=	0.0000
Residual	.016547597	706	.000023439	R-squared	=	0.1856
				Adj R-squared	=	0.1833
Total	.020317988	708	.000028698	Root MSE	=	.00484

CSAD	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
ABS_RM	.1154982	.0893039	1.29	0.196	-.0598348	.2908311
SQ_RM	15.33524	3.933161	3.90	0.000	7.613149	23.05733
_cons	.0153453	.000357	42.98	0.000	.0146443	.0160462

*Keterangan:* Signifikan pada level 1% ( $\alpha = 0,01$ )\*

Hasil uji statistik F menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,0000 ( $p < 0,01$ ), yang mengonfirmasi bahwa model regresi yang digunakan layak (*fit*) dan variabel independen secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap

dispersi imbal hasil (CSAD). Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,1833 menunjukkan bahwa variasi dalam CSAD dapat dijelaskan oleh variabel imbal hasil pasar sebesar 18,33%, sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor eksternal lain di luar model.

### **Pengujian Hipotesis dan Interpretasi Koefisien**

Fokus utama analisis ini terletak pada koefisien  $\gamma_2$  yang merepresentasikan variabel kuadrat imbal hasil pasar ( $R_{m,t}^2$  atau SQ\_RM). Berdasarkan Tabel 3, diperoleh Variabel SQ\_RM ( $R_{m,t}^2$ ), memiliki nilai koefisien positif sebesar 15,3352 dengan nilai t sebesar 3,90 dan signifikansi  $p = 0,000$ . Karena nilai probabilitas jauh di bawah ambang batas 0,01 (1%), maka penelitian ini secara meyakinkan menolak Hipotesis 1 ( $H_1$ ). Sedangkan variabel ABS\_RM ( $R_{m,t}$ ), memiliki koefisien sebesar 0,1154 dengan signifikansi 0,196 ( $p > 0,05$ ). Hal ini menunjukkan bahwa hubungan linear antara dispersi dan imbal hasil pasar tidak signifikan secara statistik dalam model ini.

Penolakan terhadap  $H_1$  memberikan bukti empiris yang kuat bahwa perilaku *herding* tidak terdeteksi pada saham-saham unggulan Indeks LQ45 selama periode pasca-pandemi (2023–2025). Secara teoritis, perilaku *herding* ditandai dengan nilai koefisien  $\gamma_2$  yang negatif dan signifikan, yang mencerminkan adanya penyempitan dispersi (*convergence*) saat volatilitas pasar meningkat. Namun, temuan koefisien positif sebesar 15,3352 justru mengindikasikan fenomena *anti-herding*.

Fenomena ini membuktikan bahwa saat pasar modal Indonesia mengalami guncangan atau volatilitas ekstrem, investor pada segmen *blue-chip* tidak terjebak dalam kepanikan kolektif (*mass irrationality*). Sebaliknya, dispersi imbal hasil yang melebar menunjukkan bahwa investor tetap melakukan diferensiasi aset berdasarkan analisis fundamental mandiri atau *investment thinking*. Hal ini selaras dengan prinsip *Efficient Market Hypothesis* (EMH), di mana harga saham tetap bergerak secara unik mencerminkan informasi spesifik masing-masing emiten, meskipun berada di tengah ketidakpastian makroekonomi dan transisi politik 2024.

Temuan ini memberikan kontribusi teoritis penting terhadap literatur keuangan di pasar negara berkembang (*emerging markets*). Secara umum, model CSAD menyatakan bahwa jika terjadi *herding*, maka hubungan antara dispersi (CSAD) dan imbal hasil pasar ( $R_m$ ) akan bersifat nonlinier negatif di mana investor

cenderung mengabaikan informasi privat dan mengikuti konsensus pasar sehingga perbedaan imbal hasil antar saham menyempit.

Namun, koefisien positif 15,3352 dalam penelitian ini menunjukkan hubungan yang linier dan positif. Hal ini mendukung *Efficient Market Hypothesis* (EMH) di mana investor tetap bertindak secara independen. Di tengah gejolak ekonomi pasca-pandemi, investor pada saham unggulan di Indonesia terbukti tetap melakukan diferensiasi terhadap informasi fundamental masing-masing emiten. Peningkatan volatilitas pasar tidak memicu kepanikan kolektif, melainkan memicu analisis yang lebih tajam sehingga *return* masing-masing saham bergerak secara unik sesuai dengan kondisi fundamentalnya.

Hasil regresi ini merupakan justifikasi ilmiah terhadap tema utama penelitian ini, yakni *Standing Above the Crowd*. Nilai positif pada variabel SQ\_RM mengonfirmasi bahwa investor di Bursa Efek Indonesia, khususnya pada segmen *blue-chip*, memiliki kedaulatan berpikir. Mereka tidak terjebak dalam "kerumunan" (*the crowd*) yang sering kali emosional, melainkan mampu "berdiri tegak" di atas data dan logika investasi yang rasional (*Investment Thinking*).

Temuan koefisien positif sebesar 15,3352 dalam penelitian ini tidak hanya mengisi celah waktu pasca-pandemi, tetapi juga memberikan perspektif baru terhadap perdebatan akademik mengenai efisiensi pasar di negara berkembang. Hasil ini mengonfirmasi adanya transformasi perilaku investor yang lebih resilien dibandingkan dengan periode-periode sebelumnya.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Wardani, (2021) memang telah mendeteksi indikasi *herding* pada LQ45, namun studi tersebut masih berfokus pada fase krisis pandemi di mana ketakutan kolektif berada pada titik tertinggi. Terdapat kesenjangan literatur (*research gap*) yang nyata mengenai bagaimana perilaku investor bertransformasi setelah ancaman kesehatan berakhir, namun ancaman ekonomi makro meningkat.

Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa "infeksi emosi" yang ditemukan pada masa pandemi telah luruh. Hal ini sejalan dengan temuan Messaoud & Amar, (2025) yang mencatat bahwa pasar modal yang telah melewati fase guncangan hebat (seperti COVID-19) cenderung membentuk "kekebalan psikologis"

(*psychological immunity*). Investor menjadi lebih skeptis terhadap rumor pasar dan lebih mengandalkan data konkret dalam mengambil keputusan di era 2023-2025.

Studi oleh Khalingga et al., (2024) serta Rahayu et al., (2020) sebelumnya mempertegas bahwa pengaruh sosial sering kali mengalahkan data fundamental seperti *Book Value Per Share* (BVPS). Namun, hasil regresi penelitian ini (N=709) memberikan antitesis terhadap temuan tersebut. Pada saham-saham unggulan LQ45, dominasi pengaruh sosial mulai terkikis oleh kemandirian analisis.

Sebagaimana disinggung oleh Indarta & Setiawan, (2025) mengenai perbedaan karakteristik instrumen (seperti saham syariah vs konvensional), penelitian ini melihat bahwa kedaulatan berpikir investor tidak lagi terbatas pada jenis instrumen, melainkan merupakan reaksi rasional terhadap volatilitas ekstrem yang terekam dalam data. Investor tidak lagi terjebak pada label instrumen, melainkan pada substansi risiko dan imbal hasil secara objektif.

Parashar et al., (2026) dalam studinya mengenai digitalisasi bursa di Asia Tenggara, mencatat bahwa ketersediaan informasi yang transparan melalui platform digital justru membantu investor untuk melakukan *independent valuation*. Hal ini menjelaskan mengapa meskipun jumlah investor ritel melonjak hingga 34,83% di tahun 2025, dispersi imbal hasil (CSAD) tetap melebar saat volatilitas meningkat. Fenomena ini merupakan bukti otentik dari mekanisme *Standing Above the Crowd*, di mana akses informasi yang luas justru melahirkan investor yang lebih kritis dan tidak mudah terbawa arus euforia kolektif.

#### **Analisis Dinamika Tahunan: Evolusi Perilaku Investor (2023-2025)**

Untuk mendalami apakah perilaku independen investor bersifat konsisten atau situasional, penelitian ini melakukan pengujian sub-sampel tahunan. Hasil estimasi menunjukkan pergeseran koefisien yang mencerminkan respons psikologis pasar terhadap peristiwa makroekonomi di setiap periodenya sebagaimana disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4. Perbandingan Uji Regresi Tiap Tahun Penelitian 2023-2025

Variabel	Tahun 2023	Tahun 2024	Tahun 2025
Koefisien $R^2_{\{m,t\}}$ (SQ_RM)	10,503	22,935	9,987
<i>t</i> -statistic	0,99	2,93	1,61
*Prob. (P>	0,325	0,004	0,110

Variabel	Tahun 2023	Tahun 2024	Tahun 2025
<i>R-squared</i>	0,0356	0,1736	0,1883
<b>Status Herding</b>	<b>Tidak Ada</b>	<b>Tidak Ada</b>	<b>Tidak Ada</b>

*Keterangan:* Signifikan pada level 1% ( $\alpha = 0,01$ )\*

Pada tahun 2023, koefisien SQ\_RM bernilai 10,503 namun tidak signifikan secara statistik ( $p = 0,325$ ). Hal ini menunjukkan bahwa pada tahun pertama pasca-pandemi, investor masih berada dalam fase konsolidasi dan *wait-and-see*. Tidak adanya *herding* di tahun ini membuktikan bahwa trauma krisis telah berganti menjadi sikap waspada, di mana investor tidak lagi bergerak dalam kelompok, namun belum cukup percaya diri untuk melakukan diferensiasi aset secara agresif.

Tahun 2024 menjadi titik paling krusial dalam penelitian ini. Nilai koefisien melonjak tajam menjadi 22,935 dan sangat signifikan ( $p = 0,004$ ). Di tengah ketidakpastian politik Pemilu 2024, investor LQ45 justru menunjukkan tingkat independensi yang luar biasa. Peningkatan volatilitas pasar diikuti oleh pelebaran dispersi imbal hasil yang sangat kuat, sebuah bukti otentik dari konsep "*Standing Above the Crowd*". Investor tidak panik oleh sentimen politik, melainkan secara cerdas memilah emiten yang diuntungkan oleh momentum pemilu, sekaligus menolak kekhawatiran bahwa tahun politik akan memicu irasionalitas massa.

Pada tahun 2025, koefisien SQ\_RM menurun menjadi 9,987 dengan signifikansi yang melemah ( $p = 0,110$ ). Meskipun tetap tidak ditemukan perilaku *herding*, penurunan ini mengindikasikan bahwa dengan masifnya jumlah investor ritel yang mencapai puncaknya, pasar mulai bergerak lebih seragam namun tetap dalam koridor rasionalitas. Ketersediaan informasi digital yang cepat membuat harga saham bereaksi hampir simultan, sehingga tingkat dispersi tidak selebar tahun sebelumnya, namun tetap tidak konvergen yang menjadi syarat terjadinya *herding*.

Secara sintesis, kematangan investor Indonesia pada segmen LQ45 telah mencapai level baru. Transisi dari koefisien yang tidak signifikan di 2023 menjadi sangat signifikan di 2024 menunjukkan bahwa gejolak politik justru memicu kecerdasan investasi, bukan kepanikan. Kedaulatan berpikir investor inilah yang menjadi fondasi utama bagi stabilitas pasar modal Indonesia dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi global di masa depan

## Simpulan

Berdasarkan analisis regresi *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) terhadap 31 emiten Indeks LQ45 periode 2023–2025, dapat disimpulkan bahwa:

1. **Absensi Perilaku *Herding*:** Secara empiris, nilai koefisien  $\gamma_2$  yang positif (15,3352) membuktikan perilaku *herding* absen pada Indeks LQ45. Investor memiliki kedaulatan berpikir dan tidak terjebak dalam arus kepanikan kolektif.
2. **Resiliensi di Tahun Politik:** Dinamika Pemilu 2024 terbukti menjadi periode paling rasional, di mana investor mampu melakukan diferensiasi aset secara objektif di tengah ketidakpastian informasi.
3. **Transformasi Perilaku:** Mekanisme pasar pada saham unggulan tetap terjaga efisiensinya meski terjadi lonjakan partisipasi investor ritel sebesar 34,83%, menunjukkan pergeseran ke arah ekosistem yang berbasis data (*information-driven*).

## Daftar Pustaka

- Ah Mand, A., Janor, H., Rahim, R. A., & Sarmidi, T. (2023). Herding behavior and stock market conditions. *PSU Research Review: An International Journal*, 7(2), 105–116 DOI:10.1108/PRR-10-2020-0033.
- Baker, H. K., & Wurgler, J. (2024). Behavioral Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice. *Financial Analysts Journal* DOI:10.1093/acprof:oso/9780195340372.001.0001.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806 DOI: 10.1111/0022-1082.00226.
- Bursa Efek Indonesia. (2023). *Panduan Indeks Saham LQ45*. BEI.
- Chang, E. C., Cheng, J. W., & Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking & Finance*, 24(10), 1651–1679. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00096-5](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00096-5)
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417 <https://doi.org/10.2307/2325486>.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Indarta, A., & Setiawan, A. (2025). Comparative analysis of Sharia and conventional stock resilience to global uncertainty: Evidence from ISSI and IHSG during 2019–2025. *Among Makarti*, 18(2), 223–240 DOI:10.52353/ama.v18i2.892.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux.
- Khalingga, M. A., Galih, W., Risnanto, S., & Abimanyu, K. (2024). Behavioral Finance: The Impact of Herding Behavior on Investment Decisions.

- Multifinance*, 2(2) DOI: <https://doi.org/10.61397/mfc.v2i2.253>.
- Messaoud, D., & Amar, A. B. (2025). Herding behaviour and sentiment: evidence from emerging markets. *EuroMed Journal of Business*, 20(2), 552–573 DOI:10.1108/EMJB-08-2023-0209.
- Metawa N, Hassan MK, Metawa S, Safa MF (2019), "Impact of behavioral factors on investors' financial decisions: case of the Egyptian stock market". *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 12 No. 1 pp. 30–55, <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2017-0333>.
- Nazar, Mohamad. (2022). Investor Sentiment Stock Price on Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Entrepreneurship and Business Management* 10.54099/ijebm.v1i2.376.
- Parashar, N., Sharma, R., Saraswat, P., Joshi, A., & Banerjee, S. (2026). Fintech firms' valuations: A cross-market analysis in Asia. *Journal of Risk and Financial Management*, 19(1), 74. <https://doi.org/10.3390/jrfm19010074>
- Pratama, M. R., Handarini, D., & Zairin, G. M. (2024). Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Pemilu Presiden Indonesia Tahun 2024. *Jurnal Akuntansi, Perpajakan Dan Auditing*, 5(2), 283–302. <https://doi.org/10.21009/japa.0502.04>
- Rahayu, S., Rohman, A., & Harto, P. (2020). Herding Behavior Model in Investment Decision on Emerging Markets: Experimental in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 53–64 <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2021.VOL8.NO1.053>.
- Shiller, R. J. (2015). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.
- Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. W. W. Norton & Company.
- Wardani, S. S. (2021). Analisis perilaku herding pada saham LQ-45 sebelum dan selama pandemi COVID-19 di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB Universitas Brawijaya*, 9(2) <https://jimfeb.ub.ac.id/index.php/jimfeb/article/view/7541>.