

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Behavior Finance

Menurut Shefrin (2002) perilaku keuangan merupakan hasil dari interaksi dari psikologis dengan tingkah laku keuangan dan performa dari semua tipe kategori investor. Pembahasan terkait perilaku keuangan juga dilakukan oleh Tilson (2005) menyatakan bahwa perilaku keuangan adalah suatu teori yang didasarkan atas ilmu psikologi yang berusaha memahami bagaimana emosi dan penyimpangan kognitif mempengaruhi perilaku investor.

Ritter (2003) berpendapat bahwa perilaku keuangan adalah perilaku yang didasarkan atas psikologi yang mempengaruhi proses keputusan yang tunduk kepada beberapa ilusi kognitif. Ilusi ini dibagi ke dalam dua kelompok, yaitu ilusi yang disebabkan karena proses keputusan yang bersifat heuristik dan ilusi yang diadopsi dari *mental frame* yang ada pada teori prospek.

Bodie, Kane, dan Marcus (2009), menjelaskan ada dua pemikiran, bahwa investor tidak selalu dapat memproses data dengan cara yang benar sehingga menciptakan probabilitas distribusi yang salah terhadap prediksi imbal balik masa depan. Kedua, jika distribusi dalam keadaan sebenarnya, investor cenderung juga membuat keputusan yang tidak optimal. Dua pemikiran ini menguatkan bahwa investor dapat mengambil keputusan secara irasional. *Behavior finance* dimasukkan dalam pengambilan keputusan karena bisa menjadi faktor penggerak harga pasar.

2. Pengertian perilaku *Herding*

Asal mula *herding* bermula dari pemikiran Kynes (1936) yang menjelaskan manusia adalah *animal social*, yaitu manusia mempunyai naluri dasar dari hewan. Naluri dasar yang dimaksud adalah naluri binatang untuk mengikuti arah yang sama dengan kawanannya, maka muncul istilah *herd* yang berarti sekumpulan.

Herding menurut Saasta Moinen (2008) adalah perilaku investor menjual atau membeli saham tanpa menghiraukan alasan yang mendasarinya untuk melakukan investasi. Menurut Devenow (1996), *herding* terjadi saat investor mengabaikan keyakinan pribadinya dan lebih meyakini keyakinan investor lain tanpa berfikir panjang ditinjau dari sisi psikologis.

3. Penyebab Perilaku *Herding*

Chang *et al.* (2000) memberikan empat alasan mengapa perilaku *herding* dapat terjadi di pasar modal, berikut pembahasannya:

- a. investor mengolah informasi yang sama. Pada pasar yang sedang berkembang memiliki keterbatasan informasi mikro dan lebih berfokus pada informasi makro.
- b. investor memilih saham dengan mempertimbangkan ciri-ciri umum, yaitu saham yang *prudent*, *liquid*, dan *better-know*.
- c. berdasarkan penelitian Sharma (2001) manajer investasi terbagi menjadi dua, yaitu yang memiliki kemampuan tinggi dan yang memiliki kemampuan rendah. Kecenderungan manajer investasi dengan kemampuan yang rendah cenderung mengikuti keputusan investasi manajer dengan kemampuan tinggi.
- d. para manager investasi mengikuti valuasi harga saham dari manajer

lainnya. Hal ini menguatkan dugaan kemungkinan perilaku (*herding*) oleh investor institusi cenderung terjadi karena adanya tekanan *peer pressure* antar sesama manajer keuangan

4. Jenis *Herding Behavior*

Menurut Bikhchandani dan Sharma (2001), *herding* dibedakan menjadi dua kategori, yaitu *intentional herding* atau perilaku *herding* yang disengaja dan *unintentional herding* atau perilaku *herding* yang tidak disengaja.

a. Intentional herding

Merupakan perilaku *herding* yang disengaja yang melibatkan imitasi pelaku pasar lainnya, sehingga menyebabkan stimulasi untuk mempengaruhi investor lainnya dalam melakukan aksi jual maupun beli saham yang sama tanpa memperhatikan informasi yang ada. Perilaku ini dapat menyebabkan harga saham tidak mencerminkan informasi fundamental, dan dapat menyebabkan gelembung atau *crash* di pasar keuangan (Morris dan Shin, 1999). Taufiq Narasanto (2012) menyebutkan beberapa indikator dari *intentional herding*, yaitu: hanya sedikit informasi tersedia yang *reliable*, keputusan dibuat berdasarkan *euphoria* dan kepanikan, serta memiliki efek destabilitas yang membuat pasar lebih *volatile*.

b. Unintentional herding

Merupakan perilaku *herding* yang tidak disengaja yang didorong karena investor yang menganalisis saham dengan faktor-faktor yang sama dan menerima informasi pribadi yang berkorelasi, sehingga dalam membuat keputusan dan kesimpulan yang sama mengenai kinerja saham kedepannya (Timan, 1994). Taufiq Narasanto (2012) menyebutkan beberapa indikator dari *Unintentional Herding*, yaitu: keputusan

investasi dibuat berdasarkan analisis yang rasional, terdapat banyak informasi yang *reliable*, membuat pasar modal lebih efisien.

5. *Efficient Market Hypothesis*

Menurut Bodie *et al.*, (2005) hipotesis pasar yang efisien adalah ketika harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Fama (1970) berpendapat *Efficient Market Hypothesis* (EMH) adalah teori yang menjelaskan bagaimana harga suatu pasar terbentuk karena adanya informasi baru yang direspon oleh investor, dan dapat dikategorikan menjadi tiga, yaitu:

- a. hipotesis pasar efisien bentuk lemah ketika harga saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar seperti harga *historical*, volume perdagangan, dan suku bunga jangka pendek.
- b. hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat ketika semua data publik yang tersedia dan berhubungan dengan prospek perusahaan sudah harus tercermin di dalam harga pasar. Data yang dimaksud adalah data yang dipakai versi *weak* ditambah dengan data fundamental perusahaan, kualitas manajemen, prediksi pendapatan, dan informasi neraca perusahaan.
- c. hipotesis pasar efisien bentuk kuat ketika semua informasi apapun yang berhubungan dengan perusahaan tersebut, baik informasi yang dipublikasikan, tidak dipublikasikan sudah harus tercermin pada harga pasar. Pasar seperti inilah ekspektasi investor untuk mendapatkan keuntungan yang diharapkan.

6. Klasifikasi Sektor Industri di Bursa Efek Indonesia

Jakarta Stock Industrial Classification (JASICA) diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996 oleh Bursa Efek Indonesia. Sistem klasifikasi sektoral digunakan untuk mengkategorikan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Bursa efek menghitung indeks sektoral sebagai indikator kinerja masing-masing grup industri.

Berdasarkan artikel yang dipublikasi oleh perusahaan Manulife Aset Management (2015) menyebutkan bahwa indeks saham tersusun dari berbagai saham perusahaan yang bergerak di berbagai bidang usaha atau industri. Untuk itu dibuatlah klasifikasi industri dengan tujuan memudahkan evaluasi yang dibutuhkan pada saat :

- a. Membandingkan kinerja satu saham dalam industri tertentu terhadap kinerja keseluruhan industri tersebut
- b. Membandingkan kinerja antar industri yang berbeda di suatu negara
- c. Membandingkan kinerja industri yang sama di negara yang berbeda

Pengeklasifikasian atau pengelompokan sektor industri dilakukan dengan membagi menjadi sembilan sektor industri, yaitu: *agriculture, mining, basic industry and chemicals, miscellaneous industry, consumer goods industry, property real estate and building, infrastructure utilities and transpotasion, finance*, dan terakhir *trade service and investment*.

Dalam pendeteksian *herding behavior* dapat lebih jelas dan detail jika diteliti pada masing-masing klasifikasi industri. Penelitian Vania (2015) tidak menemukan perilaku *herding* baik pada keseluruhan saham LQ45 baik pada saat pasar naik maupun turun, hal ini terjadi salah satunya karena peneliti tidak

membagi sampel ke dalam masing-masing kategori portofolio atau dalam konteks ini klasifikasi sehingga tidak dapat diketahui pada bagian mana *herding* terjadi.

7. Pendeteksian *Herding Behavior* Metode Christie dan Huang

Dalam mengukur tingkat perilaku *herding*, Christie dan Huang (1995) menggunakan metode *Cross-sectional Standard of Return* (CSSD). Metoda ini menggunakan ukuran untuk mendeteksi perilaku *herding* dalam periode tertentu saat ada dorongan naik atau turun pada imbal hasil yang ekstrim. Secara sederhana dapat dijelaskan bahwa metoda ini mencoba untuk mengukur rata-rata kedekatan imbal balik saham individual terhadap imbal balik pasar rata-rata.

CSSD diformulasikan dalam rumus sebagai berikut :

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

Keterangan :

$R_{i,t}$ imbal hasil saham i dalam masa pengamatan t

$R_{m,t}$ *cross-sectional* rata-rata N *return* dalama masa pengamatan t

N jumlah saham dalam portofolio

CSSD kemudian diregresikan terhadap sebuah konstanta dan dua (2) *dummy* untuk mengidentifikasi fase pasar ekstrim, sehingga menjadi persamaan sebagai berikut :

$$CSSD = a + b_1D_t + b_2D_t + e_1$$

Keterangan :

a koefisien yang menunjukkan dispersi rata-rata sampel di luar area yang melibatkan kedua *dummy variable*

$b_1 b_2$ indikator terjadinya *herding* apabila menunjukkan nilai negatif yang signifikan secara statistik

D_t *dummy* memiliki nilai = 1 apabila imbal hasil pada hari t berada pada ekstrim 1% dan 5% dari distribusi pasar imbal hasil; *dummy* memiliki nilai = 0 bila tidak memenuhi syarat

Apabila imbal hasil saham yang mengalami *herd* di kisaran konsensus pasar, dispersi diprediksi relatif rendah. Sebaliknya, saat pergerakan imbal hasil berbeda dari pasar, dispersi meningkat.

B. Hasil Penelitian Terlebih Dahulu

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Zulfikar (2015) yang dilakukan di *Karachi Stock Exchange* (KSE) menemukan adanya perilaku *herding* pada saat kondisi pasar sedang *bullish* dan *bearish*. Penelitian dilakukan dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS) dan analisis *Quartile Regression*. Berdasarkan penelitian lain yang dilakukan oleh Ziyaou Luo (2014) di *Shanghai Stock Market* ditemukan adanya indikasi *herding* pada saat kondisi pasar sedang *bearish*. Penelitian ini menggunakan data harian dan metode *cross-sectional standart deviation* (CSSD).

Penelitian yang dilakukan oleh Gleason (2004) yang menggunakan data *return* dan frekuensi saham pada sektor barang konsumsi di Bursa Efek Eropa, menunjukkan

adanya indikasi *herding* pada periode pasar dengan karakter *return* dan distribusi informasi yang abnormal. Penelitian lain dilakukan oleh Natividad Blasco (2009) di *Spanish Stock Market* yang menggunakan data transaksi harian saham, menunjukkan bahwa *herding* memiliki hubungan linier langsung terhadap volatilitas pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Yen Hsie Lee (2015) di *Taiwan Stock Exchange* pada periode 4 Januari 2000 sampai dengan Desember 2012 menggunakan metode *cross-sectional standart deviation* (CSSD) yang digunakan oleh Christie dan Huang (1995), memberikan hasil adanya asimetris perilaku *herding* pada berbagai kondisi pasar yang berbeda seperti *return*, trading volume, dan *interest rate*, selain itu penelitian ini menemukan bahwa investor Taiwan konsisten terindikasi melakukan aksi *herding* pada kuartil yang berbeda-beda selama kondisi pasar yang berbeda-beda pula.

Penelitian lain dilakukan oleh Gunawan, Hari, dan La Ode (2011), yang menemukan adanya *herding* pada Bursa Efek Indonesia dan Asia Pasifik terutama pada saat *market stress*. Sampel dalam penelitian ini menggunakan indeks LQ45 dan indeks sektoral. Pada pasar Asia Pasifik investor bersifat rasional pada saat kondisi pasar normal, namun terdeteksi adanya perilaku *herding* pada saat kondisi *market stress*. Penelitian ini menggunakan metode *cross-sectional standart deviation* (CSSD) dan melakukan regresi kuantil pada data CSSD tersebut.

Peneliti lain menemukan hasil yang berbeda yaitu penelitian yang dilakukan Adi Vithara dan Ida Ayu (2012). Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia (IDX) setelah krisis 2008, penelitian ini menggunakan sampel data mingguan harga penutupan saham dari Bulan Juni 2007 sampai Juni 2010. Hasil penelitian ini mengungkapkan tidak adanya indikasi perilaku *herding* di bursa efek Indonesia, dan penelitian ini menggunakan metode CSAD.

C. Pengembangan Hipotesis

1. *Herding* pada saat Kondisi Pasar Naik-Turun

Biasanya perilaku investor yang mengikuti investor lain terjadi ketika kondisi pasar naik atau turun, karena ada pandangan bahwa investor harus mengikuti *trend* yang sedang terjadi untuk mendapatkan keuntungan dalam berinvestasi seperti ungkapan yang sering muncul dalam dunia investasi “*The trend is your friend*”. Qerda (2013) dalam penelitiannya menemukan bahwa sebagian besar sektor yang diteliti menunjukkan indikasi *herding* selama periode *bullish* dan *bearish*.

Ha₁₁ : Terdapat indikasi perilaku *herding* saat pasar naik atau turun pada indeks sektoral

Ha₁₂ : Terdapat indikasi perilaku *herding* saat pasar naik atau turun pada saham-saham perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian

2. *Herding* pada saat Abnormal Volatilitas

Dalam penelitian Gleason *et al.* (2004) menemukan kecenderungan perilaku ikut-ikutan lebih terjadi selama periode dengan karakteristik abnormal volatilitas. Penelitian itu didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Tan *et al.* (2008) pada Pasar Modal China.

Ha₂₁ : Terdapat perilaku *herding* pada saat terjadi abnormal volatilitas pada indeks sektoral

Ha₂₂ : Terdapat perilaku *herding* pada saat terjadi abnormal volatilitas pada saham-saham perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian

3. Herding pada saat Abnormal Volume Transaksi

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Tan *et al.* (2008) menemukan efek asimetris selama periode dengan karakteristik volume transaksi yang tinggi atau rendah.

Ha₃₁ : Terdapat perilaku *herding* pada saat terjadi abnormal volume transaksi pada indeks sektoral

Ha₃₂ : Terdapat perilaku *herding* pada saat abnormal volume transaksi pada saham-saham perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian

4. Herding pada saat Terjadi Krisis

Penelitian yang dilakukan oleh Gunawan *et al.* (2011) menemukan adanya *herding behavior* pada kondisi *market stress*. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Adi Vithara Purba dan Ayu Agung Faradnyawati (2012), Maximillian Chandra (2012), dan penelitian ini tidak menemukan adanya eksistensi *herding behavior* di Indonesia.

Ha₄₁ : Terdapat perilaku *herding* pada saat terjadi krisis pada indeks sektoral

Ha₄₂ : Terdapat perilaku *herding* pada saat terjadi krisis pada saham-saham perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian