

## BAB II

### Tinjauan Pustaka

Pada bagian ini membahas tentang studi terkait serta hasil penelitian perilaku *herding* di berbagai negara. Selain itu terdapat perbedaan hasil penelitian yang dilakukan. Pembahasan tersebut dapat menjadi panduan dalam memecahkan permasalahan yang ada.

#### **2.1. Behavioral Finance**

Pengambilan keputusan untuk berinvestasi bagi investor dapat dipengaruhi oleh berbagai macam faktor, salah satunya adalah faktor psikologis. Faktor psikologis ini menjadi salah satu penentu apakah investor sudah membuat keputusan berinvestasi yang rasional atau tidak rasional.

Dengan adanya resiko yang dihadapi investor dalam berinvestasi, maka seorang investor harus mampu untuk mengambil keputusan secara tepat. Namun pada kenyataannya investor sering membuat keputusan investasi secara tidak rasional. Dalam situasi beresiko, terdapat emosi dan faktor psikologis yang ikut mempengaruhi keputusan berinvestasi. Hal ini seringkali menyebabkan investor berperilaku tidak rasional dan membuat kesalahan sistematis dalam keputusan investasinya.

Hal ini juga diungkapkan oleh Nofsinger (2001) *behavioral finance* yaitu mempelajari bagaimana manusia secara aktual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan. Khususnya bagaimana faktor psikologi mempengaruhi keputusan dalam berinvestasi. Konsep yang diuraikan secara jelas menyatakan

bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi dipengaruhi oleh faktor psikologi.

Salah satu contoh faktor psikologis atau bias perilaku yang cukup populer digunakan dalam penelitian yaitu rasa optimisme yang berlebihan. Menurut Ton dan Dao (2014), optimisme berlebihan merupakan rasa percaya diri yang berlebihan dan keyakinan bahwa masa depan akan menjadi lebih baik dibandingkan dengan keadaan sebelumnya. Optimisme berlebihan ini merupakan salah satu faktor psikologis yang disebabkan oleh pengambilan keputusan secara heuristik. Faktor psikologis ini menjadi salah satu penentu apakah investor sudah membuat keputusan berinvestasi yang rasional atau tidak rasional.

## **2.2. Cognitive Bias dalam Behavior Finance**

Berikut ini merupakan beberapa bias yang dapat mempengaruhi keputusan perilaku manusia pada umumnya.

### **a. Heuristic**

Untuk menyederhanakan proses pengambilan keputusan investor cenderung membuat “*rule of thumb*” atau aturan standard yang sederhana untuk mengambil keputusan. Dengan kata lain, heuristik merupakan pengambilan keputusan yang dengan mengurangi kompleksitas sampel, sehingga menghasilkan penilaian yang lebih mudah sebagai dasar untuk membuat keputusan investasi.

b. *Overconfidence*

Investor cenderung bersikap terlalu percaya diri dengan prediksi dan informasi yang dimilikinya, terutama dengan saham yang dirasa cukup familiar.

c. *Mental Accounting*

Keputusan investasi yang dilakukan oleh seorang investor cenderung terbagi-bagi yang seharusnya dipadankan menjadi satu sehingga mendapatkan hasil analisis yang baik.

d. *Framing*

Keadaan dimana pola pikir investor dapat terkecoh atau dimanipulasi dengan konsep yang dikemas lebih menarik.

e. *Representative*

Keputusan investasi yang terlalu cepat tanpa analisa mendalam dan hanya mengandalkan pengalaman di masa lalu yang dianggap dapat mewakili tatau menjadi acuan keputusan investasi saat ini. Menurut Ritter (2003) menyatakan bahwa investor cenderung tidak memperhatikan rata-rata jangka panjang dan lebih memperhatikan rata-rata jangka pendek yang menimbulkan kecenderungan investor bereaksi secara berlebihan "*overreact*" pada situasi jangka pendek.

f. *Conservatism*

Investor memiliki kecenderungan lambat untuk bereaksi ketika berhadapan dengan perubahan. Pada umumnya manusia cenderung menyukai hal yang sudah sering terjadi sehingga cenderung malas untuk menyesuaikan diri dengan hal baru.

g. *Disposition Effect*

Menurut Ritter (2003) *Disposition effect* mengacu pada pola pikir seseorang yang menghindari kerugian dan berusaha mendapatkan keuntungan.

### 2.3. Pengertian Perilaku *Herding*

*Herding* berasal dari kata *herd* yang berarti sekumpulan. Istilah *herding* diambil dari konsep *animal spirit* yang dikemukakan oleh Keynes (1998) yaitu sekumpulan hewan yang bergerak ke arah yang sama. Perilaku *herding* adalah suatu fenomena yang dimana seorang investor lebih memilih untuk mengikuti keputusan yang dibuat oleh investor lainnya, dan hal ini dapat disebabkan baik oleh perilaku irasional (panik atau euforia) maupun perilaku rasional contohnya, seorang investor mengambil tindakan yang serupa dengan investor lainnya karena dia rasa investor lainnya memiliki informasi yang tidak dia ketahui (Narasanto 2012).

### 2.4. Penyebab Perilaku *Herding*

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

- a. Investor mengolah informasi yang sama.
- b. Investor memilih saham dengan mempertimbangkan ciri-ciri umum, yaitu saham yang *prudent*, *liquid*, dan *better-know*.
- c. Para manager cenderung mengikuti langkah transaksi yang dilakukan manager lain guna menjaga reputasinya.

- d. Para manager investasi mengikuti valuasi harga saham dari manager lainnya.

Dalam perdagangan saham, perilaku *herding* masih menjadi fenomena yang terjadi secara alamiah. Salah satu dampak negatif dari perilaku *herding* ini adalah investor bisa saja melakukan investasi yang tidak mereka pahami karena tidak melakukan analisis sendiri dalam mengambil keputusan.

### **2.5. Dampak Perilaku *Herding***

Lao dan Singh (2011) mengemukakan bahwa ketika informasi seorang investor berdasarkan pada informasi kolektif daripada informasi pribadi nilai fundamental saham bisa rendah yang mengarah kepada kondisi pasar yang tidak efisien.

### **2.6. Studi Terkait**

Penelitian yang dilakukan oleh Najmudin et al., (2017) membahas tentang pandangan alternatif berupa model *herding* internasional yang sebaiknya diterapkan pada pasar saham yang terintegrasi. Data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data saham harian delapan negara sampel yaitu Cina, Indonesia, Jepang, Malaysia, Filipina, Thailand, Singapura dan Inggris selama periode tahun 2003 – 2016 dan alat analisis yang digunakan adalah model CSAD Internasional. Hasil menyatakan bahwa return pasar berpengaruh terhadap variabel CSAD dan terdapat indikasi perilaku *herding* pada pasar saham tersegmentasi (Cina dan Filipina) selama periode sampel dan periode krisis. Berbeda dengan pasar saham tersegmentasi, perilaku *herding* pada pasar saham terintegrasi ditemukan hanya pada saat periode krisis keuangan global.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Chiang & Zheng, (2010) bertujuan untuk meneliti indikasi perilaku *herding* di pasar global. Data yang digunakan merupakan data harian indeks harga industri dan pasar dari 18 negara sampel yaitu; pasar negara maju: Australia, Prancis, Jerman, Hong Kong, Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat; Pasar Amerika Latin: Argentina, Brasil, Chili, dan Meksiko; Pasar Asia: China, Indonesia, Malaysia, Singapura, Korea Selatan, Taiwan, dan Thailand dengan periode sampel yang diambil berbeda setiap negara dari 4/25/1989 hingga 4/24/2009 untuk pasar di Australia, Prancis, Jerman, Inggris Raya, Amerika Serikat, Hong Kong, Jepang, Korea, Malaysia, dan Singapura. Untuk Argentina adalah 7/28/1993; untuk Brasil, 7/5/1994; untuk Chili, 7/5/1989; untuk Meksiko, 6/19/1991; untuk China, 8/12/1996; untuk Taiwan, 4/7/1989; untuk Indonesia, 6/16/1992, dan untuk Thailand, 9/3/1990. Alat analisis yang digunakan yaitu model *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Hasil penelitian menyatakan bahwa return pasar berpengaruh terhadap variabel CSAD dan ditemukan indikasi *herding* hadir di pasar pada saat naik dan turun kecuali pada pasar saham AS dan Amerika Latin, meskipun asimetri *herding* lebih mendalam di pasar Asia selama pasar naik.

Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Vo & Phan, (2016). Penelitian ini mengkaji tentang keberadaan *herding* di pasar saham Vietnam, secara khusus menyelidiki keberadaan perbedaan dalam derajat *herding* dalam berbagai kondisi pasar. Data yang digunakan pada penelitian merupakan data harga penutupan harian saham-saham yang terdaftar pada bursa efek Kota Ho Chi Minh (HSX) dan VN-Index selama periode tahun 2005-2015 dengan menggunakan metode *Cross-*

*Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Hasil penelitian ini menunjukkan nilai negatif dan signifikan yang menunjukkan bukti *herding*, sehingga dikatakan hubungan CSAD dan return pasar adalah hubungan kuadratik non-linear dan mengkonfirmasi perilaku *herding* hadir selama periode sampel.

Penelitian yang dilakukan oleh Javaira & Hassan, (2015) meneliti kecenderungan perilaku *herding* perilaku investasi investor pada pasar saham Pakistan. Data yang digunakan berupa data harga penutupan saham harian dan bulanan dan volume transaksi di Karachi Stock Exchange-100 Index periode 2002-2007 menggunakan model analisis CSAD dan CSSD. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hasil analisis return harian dan bulanan pada periode 2002-2007 tidak terdeteksi perilaku *herding*. Indikasi perilaku *herding* hanya terdeteksi saat pasar mengalami krisis di bulan Maret tahun 2005 di pasar saham Pakistan.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Litimi, (2017). Penelitian ini mencakup seluruh perusahaan di bursa saham Perancis yang diklasifikasikan menurut sektor selama tahun 2000-2006 dengan menggunakan metode analisis *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) dan model GARCH yang dimodifikasi. Hasil penelitian menyatakan bahwa variabel volume turnover, CSAD dan sentiment index berpengaruh positif pada CSAD dan variabel return pasar berpengaruh negatif. Perilaku *herding* pada pasar saham Perancis pada saat krisis dan juga ditemukan pada beberapa sektor selama keseluruhan periode.

Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Ramli et al., (2016). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan bahwa terdapat perilaku *herding* oleh

investor domestik setelah investor asing masuk di pasar saham Indonesia, dimana perilaku *herding* tersebut disebabkan oleh asimetri informasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data transaksi saham harian selama periode krisis tahun 2009-2011. Hasil penelitiannya adalah asimetri informasi berpengaruh signifikan pada *herding behavior* dan ditemukan terus-menerus terjadi selama periode krisis tahun 2009-2011.

Penelitian yang dilakukan oleh Chen et al., (2017) dengan menggunakan data return harian semua perusahaan yang terdaftar di Cina selama periode 2 Januari 2008 – 27 November 2015. Penelitian ini menggunakan regresi kuantil dan CSAD sebagai teknik analisis data. Hasilnya menunjukkan bahwa ekspektasi rasional berpengaruh penting pada perilaku *herding* dan indikasi *herding* hadir secara signifikan ketika investor dihadapkan dengan krisis keuangan dan dampak eksternal yang bersamaan terjadi.

Penelitian yang dilakukan oleh CURTO et al., (2017) yang bertujuan untuk menyelidiki perilaku *herding* di pasar saham Iberia menggunakan data harian selama periode Januari 2000-Juli 2006 dari pasar saham Spanyol dan Portugis. Alat analisis yang digunakan yakni *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD). Hasil penelitian menyatakan bahwa perilaku *herding* menunjukkan dinamika waktu yang berbeda-beda dan perilaku *herding* lebih kuat selama periode yang terkait dengan return positif terlepas dari besarnya keuntungan pasar.

Terakhir adalah penelitian yang dilakukan oleh BenMabrouk, (2018). Data yang digunakan berupa data return sekuritas bulanan (2000-2016) indeks



NASDAQ100, indeks pasar minyak mentah (WTI), indeks volatilitas (VIX) dan menggunakan alat analisis CSAD dan E-GARCH. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua koefisien bersifat positif dan signifikan yang menegaskan tidak ditemukannya indikasi perilaku *herding*.

**Tabel 2.1**  
**Penelitian Terdahulu**

Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Model Analisis	Hasil/Kesimpulan
Najmudin, Syarif, D. H., Wahyudi, S., & Muharam, H.	Applying An International CAPM To Herding Behaviour For Integrated Stock Markets	Return saham individu Return pasar lokal harian Indeks pasar dunia	Model ICAPM dan model <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> CSAD Internasional	Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya perilaku <i>herding</i> di pasar saham kecuali selama periode krisis pasar pada pasar saham terintegrasi, sedangkan <i>herding</i> di pasar saham terintegrasi hanya terjadi pada saat krisis keuangan global.
Thomas C. Chiang, Dazhi Zheng	An Empirical Analysis Of Herd Behavior In Global Stock Markets	<i>Return</i> pasar <i>Return</i> pasar kuadrat dan CSAD	Model <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) dan <i>Cross-Sectional Standard Deviation</i> (CSSD)	Dengan pengecualian pasar AS dan Amerika Latin, <i>herding</i> hadir di pasar pada saat naik dan turun, meskipun asimetri <i>herding</i> lebih mendalam di pasar Asia selama pasar naik.
Houda BenMabrouk	Cross-Herding Behavior Between The Stock Market And The Crude Oil Market During Financial Distress Evidence From The New York Stock Exchange	Return indeks pasar minyak mentah, Return saham, Volatilitas indeks pasar saham, Volatilitas indeks minyak mentah	Metode CSSD, CSAD dan E-GARCH	Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode normal tidak ada perilaku <i>herding</i> baik di sekitar pasar saham maupun di sekitar pasar minyak mentah. Namun, selama periode krisis, perilaku <i>herding</i> pasar saham menjadi kurang signifikan ketika volatilitas

		Sentimen investor		pasar tinggi.
Xuan Vinh Vo and Dang Bao Anh Phan	Herd Behavior in Emerging Equity Markets: Evidence from Vietnam	Return Pasar dan CSAD	<i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD)	Temuan ini menunjukkan bahwa <i>herding</i> pada periode pasca krisis lebih tinggi dibandingkan periode sebelum krisis dan tingkat <i>herding</i> berbeda dalam kondisi pasar yang berbeda.
Zuee Javaira dan Arshad Hassan	An examination of herding behavior in Pakistani stock market	Return saham harian dan bulanan, dan volume transaksi	<i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) dan <i>Cross-Sectional Standard Deviation</i> (CSSD)	Berdasarkan analisis <i>return</i> harian dan bulanan periode 2002-2007 tidak terdeteksi perilaku <i>herding</i> . Indikasi perilaku <i>herding</i> hanya terdeteksi saat kondisi krisis bulan Maret tahun 2005 di pasar saham Pakistan.
Houda Litimi	Herd Behavior in the French Stock Market	Return Pasar Volume turnover CSAD Sentiment Index	<i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) dan GARCH	Terdeteksi perilaku <i>herding</i> pada Bursa Saham Perancis selama krisis, dan juga terdeteksi pada beberapa sektor untuk keseluruhan periode.
Ishak Ramli, Sukrisno Agoes, Ignatius Roni Setyawan,	Information Asymmetry And The Role Of Foreign Investors In Daily Transactions During The Crisis; A Study Of Herding In The Indonesian Stock Exchange	Herding Behavior dan Information Asymetry	Metode Vector Autoregressive (VAR)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku <i>herding</i> masih terjadi di bursa, jenis <i>herding behavior</i> menyajikan pola pergerakan dinamis yang membuktikan adanya <i>herding</i> secara terus menerus selama periode 2009-2011 yang masih ada sejak krisis.
Yi-Chang Chen, Hung-Che Wu, Jen-Jsung Huang	Herd Behavior and Rational Expectations: A Test of China's Market Using Quantile Regression	Return saham harian dan Rational Level	Regresi Kuantil dan <i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku <i>herding</i> hadir secara signifikan ketika investor menghadapi krisis keuangan dan

				dampak eksternal secara bersamaan.
José Dias CURTO, Pedro Fontes FALCÃO, André Almeida BRAGA	Herd Behaviour and Market Efficiency: Evidence from the Iberian Stock Exchanges	Return Pasar Spanyol  CSAD Spanyol  CSSD Spanyol  Return Pasar Portugis  CSAD Portugis  CSSD Portugis	<i>Cross-Sectional Standard Deviation</i> (CSAD) dan OLS	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh perilaku <i>herding</i> lebih kuat selama periode yang terkait dengan pengembalian positif, terlepas dari besarnya keuntungan pergerakan pasar.
Eric C. Chang, Joseph W. Cheng, Ajay Khorana	An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective	Return pasar dan CSAD	<i>Cross-Sectional Absolute Deviation</i> (CSAD) dan OLS	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ditemukan bukti yang signifikan terjadinya perilaku <i>herding</i> di bursa saham Taiwan dan Korea Selatan.