

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Efficient Market Theory*

Konsep teori pasar efisien dikenalkan oleh Eugene F. Fama di tahun 1960-an sebagai *framework* pasar yang efisien dan investor yang rasional. Teori pasar efisien mengasumsikan bahwa pasar modal merupakan sistem yang sederhana dan efisien dengan fundamental ekonomi makro yang mengatur semua harga (Sharma & Kumar, 2020). Harga saham mencerminkan keseluruhan informasi yang tersedia di pasar modal dan investor melakukan keputusan investasinya berdasarkan informasi tersebut (Fama, 1970). Teori pasar efisien dibagi menjadi tiga bentuk, yaitu sebagai berikut.

1. Pasar efisien bentuk lemah didefinisikan sebagai kondisi pasar yang harga sahamnya mencerminkan informasi historis yang telah terjadi di masa lalu, seperti harga saham dan volume penjualan.
2. Pasar efisien bentuk setengah kuat berarti bahwa harga saham di pasar modal tidak hanya mencerminkan informasi historis, tetapi juga mencerminkan informasi yang dipublikasikan untuk semua investor.
3. Pasar efisien bentuk kuat berarti bahwa harga saham mencerminkan semua informasi baik publik maupun pribadi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja.

Efisiensi pasar mencerminkan bahwa harga sekuritas dapat menyesuaikan secara tepat terhadap informasi baru (Fauziah & Rusmita, 2020). Pasar yang efisien merupakan pasar yang dapat bereaksi dengan cepat dan tepat sehingga mampu mencapai harga keseimbangan baru dan mencerminkan informasi yang tersedia. Informasi yang tersedia ini dapat berupa informasi akuntansi yang dipublikasikan oleh perusahaan.

2.1.2 Behavioral Finance

Behavioral finance merupakan teori keuangan yang mempertimbangkan cara manusia membuat keputusan keuangan dan menyatakan bahwa setiap individu mempunyai pendekatan yang berbeda dalam membuat keputusan keuangan (Sihombing, 2020). *Behavioral finance* merupakan studi yang mempelajari terkait bagaimana aspek psikologi dan emosional mempengaruhi perilaku keuangannya. *Behavioral finance* merupakan cabang teori baru dalam keuangan dengan menggabungkan pengetahuan psikologi, sosiologi, dan berbagai ilmu sosial yang lain (Dai *et al.*, 2019). Berdasarkan Kamoune dan Ibenrissoul (2022), *behavioral finance* berfokus pada pengaruh psikologi atas perilaku pelaku investasi dan efek selanjutnya pada pasar. *Behavioral finance* mengatakan bahwa investor sebagai pelaku pasar bersifat bias dan tidak rasional serta berperan dalam mempengaruhi pergerakan harga aset (Sharma & Kumar, 2020).

2.1.3 Prospect Theory

Prospect theory merupakan salah satu teori utama dalam *behavioral finance* yang pertama kali diperkenalkan oleh Daniel Kahneman dan Amos Tversky pada tahun 1979. *Prospect theory* menjelaskan bahwa investor tidak selalu bertindak

rasional ketika dihadapkan pada risiko (Chen, 2016). *Prospect theory* menyatakan bahwa keputusan investor sering kali dipengaruhi oleh informasi yang tersedia dan bias psikologis yang kuat. Dalam *prospect theory*, keputusan investor tidak hanya didasarkan pada nilai akhir kekayaan investor, melainkan pada perubahan kekayaan relatif yang dialami. Berdasarkan Da Silva *et al.* (2023), investor cenderung mengevaluasi pilihannya berdasarkan keuntungan atau kerugian. Investor mempunyai kecenderungan untuk menghindari kerugian dibandingkan dengan mengejar keuntungan yang sebanding. Investor akan merasa lebih terpengaruh secara emosional oleh kerugian sehingga menghindari aset berisiko walaupun berpotensi mendapatkan keuntungan yang lebih besar (Virdikar & Kulkarni, 2022).

2.1.4 Bias Kognitif

Bias kognitif merupakan cara berpikir yang sistematis yang dapat menyebabkan kesalahan dalam menerjemahkan informasi. Berdasarkan teori ini, investor tidak selalu mampu memproses informasi dengan baik dan oleh karena itu mungkin menarik kesimpulan yang salah tentang distribusi probabilitas keuntungan di masa depan. Bias kognitif menyebabkan orang cenderung mengandalkan penilaian pribadi dan hanya menggunakan sebagian dari informasi yang tersedia. Investor juga terkadang mengabaikan informasi dan bertindak berdasarkan dorongan hati atau terhadap keyakinan pribadi, bahkan ketika memproses informasi yang tersedia (Costa *et al.*, 2017). Investor cenderung tidak mengambil keputusan berdasarkan beragamnya informasi yang tersedia. Oleh karena itu, bias kognitif dapat membuat pengambil keputusan mempunyai kesan yang salah tentang

keputusan yang diambil. Bias kognitif dapat mempengaruhi logika dan rasionalitas keputusan yang akan diambil (Kumar & Goyal, 2015).

Berdasarkan Kartini dan Nahda (2021), ada beberapa bias yang dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan, yaitu sebagai berikut.

1. *Anchoring*

Anchoring adalah kecenderungan investor untuk menggunakan harga beli sebagai patokan saat menjual saham dan membuat keputusan cepat untuk menjual ketika harga jual melampaui harga beli (R *et al.*, 2023). Investor cenderung membeli saham berdasarkan kinerja masa lalu dan menunjukkan ketergantungan pada perkiraan dan penilaian pribadi.

2. *Representativeness*

Representativeness adalah kecenderungan seseorang untuk membuat keputusan berdasarkan stereotip atau pengetahuan dan pengalaman sebelumnya, di mana orang mengambil keputusan hanya berdasarkan observasi terbatas dari lingkungan sekitar dan mengabaikan informasi lain yang tersedia (Lee, 2022).

3. *Loss Aversion*

Loss aversion adalah kecenderungan seseorang untuk lebih memilih menghindari kerugian daripada memperoleh keuntungan dengan nilai yang sama (Fatima & Rahmawati, 2021). Investor biasanya lebih fokus pada upaya menghindari kerugian daripada mencari keuntungan karena dampak negatif dari kerugian dirasakan lebih intens dibandingkan dengan kegembiraan yang diperoleh dari keuntungan. Fenomena ini merupakan implikasi dari teori

prospek, yang menyatakan bahwa investor cenderung mengambil risiko yang lebih besar untuk menghindari kerugian daripada untuk memperoleh keuntungan.

4. *Overconfidence*

Overconfidence merupakan kecenderungan individu untuk memiliki keyakinan yang berlebihan terhadap kemampuan dan penilaian pribadi. Kondisi ini dapat mendorong investor untuk melebih-lebihkan kemampuannya dalam menyelesaikan tugas dan mengabaikan informasi yang tersedia (Saja & Fauzihardani, 2024).

5. *Optimism*

Optimism adalah harapan atau keyakinan seseorang bahwa kinerja masa depan akan selalu lebih baik daripada hasil masa lalu (Budiman & Damingun, 2021). Optimisme disebabkan oleh faktor psikologis terkait ilusi pengetahuan dan ilusi kendali. Faktor psikologis tersebut akan mempengaruhi keyakinannya terhadap tingkat peluang keberhasilan yang mungkin dicapai yang kemudian mengarah pada persepsi kendali atas hasil yang ingin diperoleh.

6. *Conservatism*

Conservatism adalah kecenderungan investor untuk lebih memprioritaskan informasi awal yang didapatkan mengenai suatu investasi dibandingkan dengan informasi baru yang mungkin bertentangan. Kondisi ini dapat mengakibatkan keterlambatan dalam merespons perubahan kondisi pasar atau kinerja perusahaan. Investor cenderung berpegang teguh pada prediksi awal mengenai nilai investasi, meskipun bukti baru menunjukkan sebaliknya.

Conservatism juga memungkinkan investor enggan untuk menjual investasi yang merugi, berharap harganya akan kembali naik.

2.1.5 Herding Behavior

Herding adalah perilaku investor dalam menjual atau membeli saham tanpa memedulikan alasan jelas yang mendasari untuk melakukan investasi. *Herding* dapat terjadi ketika investor mengabaikan keyakinan dirinya dan lebih yakin terhadap investor lain tanpa pertimbangan matang (Liem & Sukamulja, 2014). *Herding* juga didefinisikan sebagai perilaku seseorang mengikuti apa yang dilakukan orang lain terlepas dari apa yang dirasakan dan dipikirkan secara pribadi (Fransiska *et al.*, 2018). Perilaku *herding* juga didefinisikan sebagai tindakan mengabaikan informasi pribadi seseorang untuk mengikuti perilaku orang lain (Camara, 2017). *Herding behavior* terjadi ketika seseorang berusaha untuk menyesuaikan keputusan investasinya dengan keputusan investasi investor lain. Dalam hal ini, perilaku *herding* terjadi ketika adanya kecenderungan para investor untuk mengikuti keputusan investasi yang diambil oleh sebagian investor pada pasar saham (Kumari *et al.*, 2020). Berdasarkan hal tersebut, dapat diketahui bahwa penyebab terjadinya perilaku *herding* adalah tekanan dan pengaruh dari variabel sosial seperti orang-orang sekitar. Kondisi pasar yang tidak pasti dapat menjadi penyebab terjadinya perilaku *herding* karena ketidakpastian pasar memicu investor untuk mengambil keputusan berdasarkan keputusan mayoritas (Can & Dizdarlar, 2019). Perilaku *herding* ini berpotensi untuk mengacaukan kondisi pasar dan melemahkan sistem keuangan perusahaan (Brendea & Pop, 2019). Selain itu, berdasarkan Can dan Dizdarlar (2019), perilaku *herding* juga dapat menyebabkan

keputusan investasi yang diambil menjadi tidak rasional dan mengabaikan berbagai informasi dan kondisi pasar yang aktual demi tidak menjadi minoritas dalam pasar saham. Perilaku *herding* ini juga mengakibatkan terjadinya pergerakan harga jangka pendek yang signifikan sehingga akan memperburuk volatilitas pasar dan menyebabkan ketidakstabilan pasar (Guney *et al.*, 2017).

2.1.6 Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu saham atau instrumen keuangan lainnya untuk dapat dibeli dengan mudah dan cepat tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan (Sari *et al.*, 2024). Likuiditas saham mempertimbangkan waktu yang diperlukan untuk menjual saham serta sejauh mana harga jual yang diperoleh mencerminkan nilai pasar yang wajar (Rahayu & Haq, 2023). Semakin tinggi likuiditas suatu saham, semakin tinggi frekuensi transaksi saham tersebut (Efrina *et al.*, 2017). Likuiditas menjadi salah satu faktor fundamental yang dapat mempengaruhi terjadinya *herding behavior* di pasar keuangan. Menurut Litimi (2017), tingkat likuiditas mencerminkan arus informasi baru yang masuk ke dalam pasar. Arus informasi ini selanjutnya dapat memengaruhi respons pasar terhadap berbagai peristiwa dan kondisi.

2.1.7 Market Return

Market return merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh investor dari investasi di pasar secara keseluruhan (Hartono, 2023). *Market return* biasanya diukur menggunakan indeks pasar, seperti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia. *Market return* menjadi salah satu dari faktor fundamental lain yang dapat memengaruhi *herding behavior* investor di pasar keuangan. Ketika *market*

return positif, investor cenderung lebih optimis dan lebih terdorong untuk mengikuti keputusan investor lain (Ferrouhi, 2020). Hal ini didasari oleh asumsi bahwa investor lain memiliki informasi yang lebih baik dan mampu menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Pendapat ini diperkuat oleh penelitian Chang *et al.* (2000) yang menemukan bahwa tingkat *market return* yang tinggi berkorelasi positif dengan indikasi terjadinya *herding behavior* di kalangan investor.

2.1.8 Volatilitas

Volatilitas merupakan tingkat perubahan harga suatu aset dalam periode tertentu. Volatilitas biasanya diukur menggunakan standar deviasi harga aset. Menurut Arjoon dan Bhatnagar (2017), volatilitas menunjukkan besarnya perubahan harga dan merepresentasikan tingkat fluktuasi pasar dalam periode tertentu. Tingkat volatilitas yang tinggi mencerminkan tingkat risiko dan ketidakpastian di pasar yang juga tinggi. Hal ini dapat menimbulkan dilema bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Dalam situasi ini, investor cenderung mengikuti keputusan investor lain karena berasumsi bahwa investor lain memiliki informasi yang lebih baik dan mampu menavigasi pasar yang bergejolak dengan lebih efektif.

2.1.9 Sentimen Investor

Sentimen investor merupakan keyakinan dan sikap investor terhadap kondisi pasar dan prospek investasi di masa depan (Kencana, 2019). Sentimen investor dapat diukur menggunakan berbagai indikator, seperti survei investor, berita pasar, dan analisis media sosial. Sentimen investor terhadap kinerja saham dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Pendapat ini diperkuat oleh

penelitian Hudson *et al.* (2020) yang menemukan bahwa tingkat sentimen investor yang tinggi dapat memberikan tekanan terhadap investor untuk mengubah perilakunya dan mengikuti kondisi pasar yang terjadi. Tekanan tersebut dapat mendorong investor untuk mengikuti keputusan investor lain, terutama ketika investor merasa tidak yakin dengan informasi yang dimiliki atau saat menghadapi situasi yang tidak pasti.

2.2 Penelitian Terdahulu

Studi empiris yang dilakukan oleh Messis dan Zapranis (2014) bertujuan untuk menguji keberadaan *herding* di Bursa Efek Athena selama periode 1995-2010 dan menguji pengaruhnya terhadap volatilitas pasar. Penelitian ini menggunakan metode pendekatan Kalman Filter untuk mendeteksi *herding behavior* dan menggunakan analisis regresi untuk menguji pengaruhnya terhadap volatilitas pasar. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat indikasi *herding behavior* di Bursa Efek Athena dan tingkat *herding behavior* yang tinggi mengindikasikan bahwa volatilitas di pasar saham juga tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Liem dan Sukamulja (2014) bertujuan untuk mendeteksi *herding behavior* pada indeks sektoral dan saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan kondisi pasar tren naik-turun, volatilitas harga, volume transaksi, dan kondisi saat terjadi krisis. Penelitian ini menggunakan metode *Cross-Sectional Absolute Deviation* (CSAD) untuk mendeteksi *herding behavior*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ada 9 indeks sektoral yang terdeteksi *herding behavior* pada kondisi pasar naik-turun, volatilitas harga, dan volume, tetapi tidak terindikasi *herding* pada kondisi krisis. Selain itu, ada beberapa

saham yang terindikasi *herding behavior*, di antaranya 37 saham pada kondisi pasar naik-turun, 36 saham pada kondisi abnormal volatilitas, 35 saham pada kondisi abnormal volume, dan 9 saham pada kondisi krisis.

Penelitian yang dilakukan Javaira dan Hassan (2015) menggunakan dua metode, yaitu *Cross-Sectional Standard Deviation* (CSSD) dan CSAD. CSSD dilakukan dengan mengukur kedekatan rata-rata dari *return* pasar yang direalisasikan terhadap *return* aset individu. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti perilaku *herding* pada pasar saham KSE-100 *index* periode 2002-2007. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perilaku *herding* pada pasar saham Pakistan KSE-100 *index* periode 2002-2007. Namun, ketika terjadi krisis likuiditas pada Maret 2005 menunjukkan adanya perilaku *herding* karena terdapat asimetri informasi di kalangan investor.

Studi empiris yang dilakukan Litimi (2017) bertujuan untuk menginvestigasi keberadaan perilaku *herding* di Bursa Efek Perancis dan pengaruhnya terhadap kondisi volatilitas. Penelitian ini menggunakan metode *Generalized Autoregressive Conditionally Heteroscedastic* (GARCH) untuk mendeteksi pengaruh *herding* pada kondisi volatilitas bersyarat. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perilaku *herding* di Bursa Efek Perancis selama krisis. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa *herding behavior* terbukti memberikan pengaruh negatif terhadap volatilitas kondisi pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh Bekiros *et al.* (2017) bertujuan untuk menginvestigasi *herding behavior* dan menguji pengaruh volatilitas dan sentimen

investor terhadap *herding behavior* pada pasar saham Amerika Serikat. Penelitian ini menggunakan frekuensi data harian dan bulanan indeks S&P100 dan DJIA serta metode analisis regresi kuantil. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa indeks DJIA mempunyai tingkat *herding behavior* yang lebih tinggi dibandingkan indeks S&P100. Selain itu, penelitian ini juga menunjukkan bahwa volatilitas dan sentimen investor mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior*.

Studi empiris yang dilakukan oleh Arjoon dan Bhatnagar (2017) bertujuan untuk menganalisis pengaruh volatilitas dan likuiditas terhadap *herding behavior* pada *Trinidad and Tobago Stock Exchange* (TTSE). Sampel dalam penelitian ini terdiri dari semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Trinidad dan Tobago dari Januari 2001 hingga Desember 2014. Data dalam penelitian ini diolah dengan metode regresi *Newey-west Standard Errors* dan *Augmented Dickey-Fullers* untuk menghitung koefisien estimasi regresi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa volatilitas mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior*, sedangkan likuiditas mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap *herding behavior*.

Penelitian yang dilakukan Arisanti dan Asri (2018) bertujuan untuk menguji apakah terdapat indikasi *herding behavior* pasca *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode CSAD dan uji hipotesis dilakukan dengan analisis regresi kuantil. Variabel CSAD berperan sebagai variabel dependen dan *return* pasar sebagai variabel independen dalam penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perilaku *herding* pasca IPO di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2015.

Studi empiris yang dilakukan oleh Ferrouhi (2020) bertujuan untuk menganalisis keberadaan *herding behavior* dan menguji pengaruh likuiditas, volatilitas, dan kondisi pasar asimetris terhadap *herding behavior* di Bursa Efek Maroko periode 2007-2017. Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi kuantil. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat indikasi *herding behavior* di pasar secara keseluruhan. Selain itu, likuiditas dan volatilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *herding behavior* serta investor cenderung melakukan praktik *herding* saat periode *bullish* dan stabil.

Penelitian yang dilakukan oleh Hudson *et al.* (2020) bertujuan untuk mendeteksi perilaku *herding* investor institusional dan menganalisis peran sentimen investor terhadap *herding behavior* pada pasar reksa dana Inggris periode 1 Januari 1996 hingga 31 Desember 2015. Penelitian ini menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat indikasi *herding behavior* di pasar saham dan sentimen investor mempunyai pengaruh yang positif terhadap praktik *herding* yang dilakukan oleh manajer reksa dana di Inggris.

Penelitian yang dilakukan Shrotryia dan Kalra (2020) bertujuan untuk mendeteksi adanya perilaku *herding* dalam kondisi normal maupun asimetri di pasar saham Amerika dan *Brazil, Russia, India, China, South Africa* (BRICS) selama periode Januari 2011 hingga Mei 2019. Penelitian ini menggunakan CSAD untuk mendeteksi aktivitas *herding*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perilaku *herding* yang signifikan baik dalam kondisi normal maupun asimetris kecuali di negara China dan Afrika.

Studi empiris yang dilakukan oleh Choi dan Yoon (2020) bertujuan untuk menguji perilaku *herding* dan hubungan antara perilaku *herding* dan sentimen investor di pasar saham Korea. Penelitian ini menggunakan data saham harian pasar KOSPI dan KOSDAQ dari Januari 2003 hingga Desember 2018 dan menggunakan metode regresi linear dan regresi kuantil. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa *herding behavior* ditemukan pada kuantil rendah dan kuantil tinggi di pasar saham KOSPI dan KOSDAQ. Selain itu, sentimen investor mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior*.

Studi empiris yang dilakukan Bogdan *et al.* (2023) bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas dan sentimen investor terhadap *herding behavior* pada pasar kripto periode 27 Desember 2019 hingga 28 Desember 2022. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis *robust*. Penelitian ini memberikan hasil bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap *herding behavior* pasar kripto berkapitalisasi kecil, tetapi berpengaruh positif pada pasar kripto berkapitalisasi besar. Sentimen investor sebagai variabel independen mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior* pasar kripto.

2.3 Pengembangan Hipotesis

2.3.1 Likuiditas dan *Herding Behavior*

Likuiditas mempunyai pengaruh terhadap distribusi informasi di pasar saham. Tingginya tingkat likuiditas akan berakibat pada tingginya arus dan efisiensi informasi. Tingginya tingkat likuiditas merepresentasikan bahwa tingkat arus informasi di pasar tergolong tinggi (Ferrouhi, 2020). Hal ini tentu akan berdampak pada respons pasar terhadap informasi tersebut. Likuiditas mempunyai pengaruh

yang berlawanan arah dengan *herding behavior* (Bogdan *et al.*, 2023). Semakin kecil tingkat likuiditas di pasar, maka akan semakin tinggi indikasi terjadinya *herding behavior*. Sebaliknya, semakin tinggi tingkat likuiditas suatu pasar, maka akan semakin rendah tingkat *herding behavior*-nya. Ketika likuiditas pasar meningkat, investor akan memanfaatkan informasi yang ada untuk membuat keputusan keuangan. Gupta *et al.* (2018) menyatakan bahwa investor merasa lebih percaya diri (*overconfidence*) untuk membuat keputusan investasi saat tingkat likuiditas pasar dalam kondisi tinggi. Tingkat kepercayaan diri ini dapat mengurangi kecenderungan perilaku untuk mengikuti keputusan investor lain karena lebih mempercayai kemampuannya dibandingkan mengandalkan informasi dari investor lain.

Berdasarkan teori *behavioral finance*, investor dapat lebih memilih mengabaikan risiko yang mungkin terjadi dan tidak mengambil keputusan secara rasional (Saja & Fauzihardani, 2024). Tingkat likuiditas yang tinggi merepresentasikan bahwa informasi harga dan volume transaksi tersedia sangat luas. Ketersediaan informasi ini dapat memudahkan investor dalam membuat keputusan investasi sehingga dapat mengurangi ketergantungannya terhadap keputusan investor lain (Gupta *et al.*, 2018). Tingkat *herding behavior* akan semakin rendah ketika tingkat likuiditas meningkat.

Penelitian yang dilakukan oleh Bogdan *et al.* (2023) menunjukkan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap *herding behavior* di pasar saham. Tingkat likuiditas yang tinggi akan mengurangi hambatan bagi investor untuk mengikuti keputusan mayoritas investor. Tingginya tingkat likuiditas dapat

memperkuat terjadinya perilaku yang rasional karena informasi di pasar tersedia secara luas.

H₁: Likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap *herding behavior*.

2.3.2 *Market Return dan Herding Behavior*

Behavioral finance menyatakan bahwa investor bersikap atau merespons atau suatu peristiwa hanya berdasarkan pada observasi terbatas dari lingkungan sekitar (Lee, 2022). Investor cenderung bereaksi berlebihan terhadap *return* saham dalam jangka waktu yang pendek dan cenderung mengabaikan prediksi rata-rata saham jangka waktu yang panjang (Lee, 2022). Hal ini dikarenakan adanya kekhawatiran akan kehilangan probabilitas keuntungan seperti pelaku pasar mayoritas.

Behavioral finance theory menyatakan bahwa investor tidak sepenuhnya bertindak secara rasional dalam mengambil keputusan investasi (Gulo & Cahyonowati, 2024). *Market return* yang tinggi dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap kondisi pasar. Investor beranggapan bahwa tingkat *return* yang positif dan harga aset yang meningkat memberikan peluang yang signifikan untuk mendapatkan keuntungan (Ferrouhi, 2020). Praktik *herding behavior* terjadi karena kekhawatiran investor akan kehilangan peluang untuk mendapatkan keuntungan yang sama dengan mayoritas pelaku investasi di pasar modal.

Berdasarkan Chang *et al.* (2000), ketika *market return* cenderung mengalami peningkatan, maka tingkat dispersi *return* (CSAD) akan mengalami penurunan atau akan meningkat dalam skala yang mengecil. Dapat disimpulkan bahwa *market return* yang tinggi akan meningkatkan tingkat *herding behavior* yang dilakukan

oleh pelaku investasi. Penelitian yang dilakukan oleh Ferrouhi (2020) juga mengungkapkan bahwa pasar terindikasi adanya *herding behavior* ketika *market return* mengalami peningkatan. Hal ini dikarenakan investor akan cenderung mengabaikan informasi yang tersedia dan membuat keputusan sesuai dengan perilaku investor lain di pasar. Tingginya tingkat *market return* akan berdampak pada peningkatan praktik *herding behavior*.

H₂: *Market return* mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior*.

2.3.3 Volatilitas dan *Herding Behavior*

Volatilitas merupakan besaran perubahan harga yang merepresentasikan tingkat fluktuasi pasar pada periode tertentu. Tingginya tingkat volatilitas menggambarkan tingginya fluktuasi harga yang menyimpang dari fundamental (Arjoon & Bhatnagar, 2017). Berdasarkan *prospect theory*, investor cenderung lebih sensitif terhadap potensi kerugian sehingga cenderung bereaksi cepat di pasar dengan tingkat volatilitas yang tinggi untuk menghindari kerugian (Viridkar & Kulkarni, 2022). Semakin tinggi tingkat volatilitas, maka akan semakin tinggi pula risiko dan ketidakpastian kondisi pasar saham. Tingginya tingkat risiko dan ketidakpastian ini akan mengakibatkan investor merasa ragu terhadap keputusan yang akan diambil dan memilih untuk mengikuti keputusan mayoritas investor di pasar modal (Naim *et al.*, 2021). Tingkat volatilitas yang tinggi dapat meningkatkan terjadinya fenomena *herding behavior*.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Bekiros *et al.* (2017) semakin tinggi tingkat volatilitas, maka praktik *herding behavior* juga akan meningkat.

Penelitian Shrotryia dan Kalra (2020) mengungkapkan hal yang sama bahwa tingginya praktik *herding behavior* sejalan dengan tingginya tingkat volatilitas di pasar. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi tingkat risiko dan ketidakpastian pasar dapat mempengaruhi perilaku investor untuk mengikuti investor lain dalam hal pengambilan keputusan investasi.

H₃: Volatilitas mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior*.

2.3.4 Sentimen Investor dan *Herding Behavior*

Sentimen investor adalah suatu keyakinan investor terhadap arus kas di masa depan dan risiko investasi yang berdampak pada kinerja perusahaan dan pasar saham secara keseluruhan (Bekiros *et al.*, 2017). Sentimen investor dapat memberikan dampak terhadap pengambilan keputusan investor (Uyen, 2024). Hal ini sejalan dengan pernyataan Ren dan Wu (2020) bahwa *herding behavior* disebabkan oleh adanya pergerakan irasional yang sama dalam sentimen investor. Dalam kondisi pasar dengan tingkat sentimen yang positif, investor cenderung terlalu percaya diri bahwa tren pasar akan terus berlanjut. Tindakan ini akan mendorong investor untuk mengikuti keputusan investor lain di pasar tanpa memperhatikan risiko di masa depan sehingga cenderung mengabaikan informasi yang bertentangan dengan harapan yang dimiliki (Choi & Yoon, 2020).

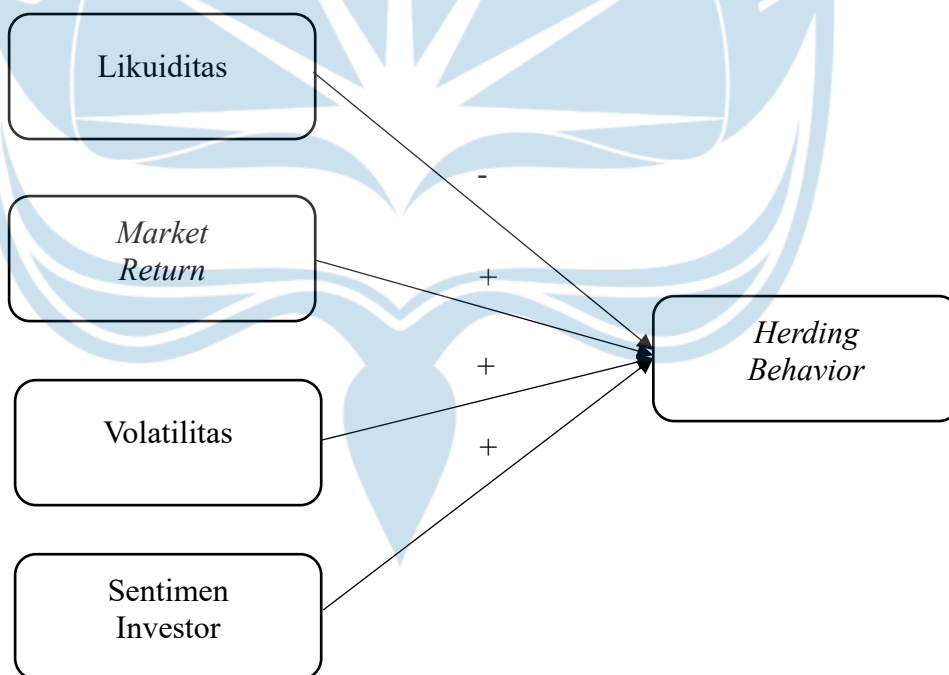
Hasil penelitian yang dilakukan oleh Bekiros *et al.* (2017) membuktikan bahwa sentimen investor mempunyai pengaruh terhadap *herding behavior*. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan hasil penelitian Hudson *et al.* (2020) dan Bogdan *et al.* (2023) yang juga menyatakan bahwa semakin tinggi sentimen investor, maka

akan semakin tinggi pula indikasi terjadinya *herding behavior* di pasar. Hal ini dikarenakan tingkat sentimen investor yang tinggi menyebabkan tekanan bagi individu investor mengubah sikap dan perilakunya untuk mengikuti keadaan pasar saham yang sedang terjadi.

H₄: Sentimen investor mempunyai pengaruh positif terhadap *herding behavior*.

2.4 Gambar Model Penelitian

Berdasarkan hubungan antarvariabel independen dan dependen dalam penelitian ini, maka dapat diketahui bahwa kerangka teoritis dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut.



Gambar 2. 1 Kerangka Penelitian