

BAB II KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Perilaku *Herding* (*Herding Behaviour*)

Perilaku *herding* di pasar keuangan merupakan masalah yang menarik perhatian para praktisi dan akademisi dari waktu ke waktu. Perilaku *herding* investor dapat terwujud dalam berbagai cara dan hal ini telah menghasilkan sejumlah definisi perilaku *herding*. Perilaku *herding* dapat diartikan sebagai kecenderungan investor untuk meniru aktivitas investor lain dengan mengabaikan informasi dan ekspektasi pribadi mereka sendiri (Nofsinger & Sias, 1999).

Pendapat yang sama juga diungkapkan oleh (Bikhchandani, 2001) bahwa *herding* didefinisikan sebagai situasi di mana investor mengabaikan keyakinan mereka sendiri dan meniru keputusan yang diamati dari rekan-rekan mereka atau pergerakan di pasar saham. *Herding* dalam hal ini penekannya pada tindakan meniru orang lain daripada membuat keputusan investasi berdasarkan keyakinan dan informasi mereka sendiri. *Herding* dalam arti yang lebih luas dapat didefinisikan sebagai kumpulan investor yang berdagang (*trading*) dengan arah yang sama selama periode waktu tertentu, definisi tersebut digunakan, antara lain, oleh (Nofsinger & Sias, 1999) dan (T. C. Chiang et al., 2010).

Menurut (Hirshleifer & Hong Teoh, 2003) *herding* adalah suatu perilaku yang cenderung meniru perbuatan yang dilakukan oleh orang lain daripada mengikuti keyakinannya ataupun informasi yang dimiliki. Pernyataan lainnya diungkapkan oleh (Lakonishok et al., 1991) mereka menunjukkan bahwa perilaku *herding* berarti investor membeli atau menjual saham yang sama dengan apa yang dibeli atau dijual

oleh investor lain dan investor tersebut mungkin telah mengabaikan informasi pribadi mereka sendiri dan secara membabi buta mengikuti apa yang dilakukan orang lain. (Banerjee, 1992) menggambarkan perilaku *herding* sebagai perilaku seorang individu yang secara membabi buta mengikuti apa yang dilakukan orang lain meskipun mereka merekomendasikan keputusan yang berbeda.

Perilaku *herding* adalah perilaku investor yang mengikuti keputusan investor lain sehingga sebagian besar investor memiliki pola perdagangan yang serupa meskipun tidak memiliki informasi atau alasan tertentu mengapa mayoritas investor mengikuti keputusan perdagangan yang serupa (Litimi, 2017). Perilaku *herding* diartikan sebagai niat investor yang jelas untuk meniru perilaku investor lain. Ada beberapa teori yang bermaksud menjelaskan mengapa investor rasional lebih suka meniru pengambilan keputusan orang lain daripada bertindak berdasarkan analisis dan informasi mereka sendiri. Salah satu pandangan berfokus pada psikologi investor yang memiliki preferensi atas kesesuaian. Sementara pandangan lainnya didasarkan pada keyakinan investor bahwa investor lain mungkin memiliki informasi yang lebih baik dan lebih banyak (Geetha, 2019)

Perilaku *herding* terjadi karena kurangnya transparansi informasi yang tersedia di pasar. Investor merasa informasi yang dibutuhkan untuk mengambil keputusan investasi tidak mencukupi. Menurut Kremer dan Nautz (2013) dalam (Arisanti & Oktavendi, 2020) perilaku *herding* terjadi ketika pasar tidak transparan, yaitu jika investor menghadapi sumber informasi publik yang tidak pasti dan menerima sinyal yang tidak jelas tentang perusahaan di masa depan.

Perilaku *herding* merupakan bagian dari perilaku keuangan (*behavioural finance*) dan banyak peneliti menemukan faktor psikologi investor sebagai variabel signifikan yang mempengaruhi perilaku investasi. Perilaku *herding* diteliti secara luas, tetapi tidak ada model dan hasil yang konsisten untuk menunjukkan apakah perilaku *herding* tersebut ada ((Jian Yao & Tangjitprom, 2019)). Banyak peneliti berpendapat bahwa perilaku *herding* memperburuk volatilitas pasar dan menyebabkan ketidakstabilan pasar ((Bikhchandani, 2001); (spyrou, 2013); (Guney et al., 2017)). Selain itu, banyak studi empiris sebelumnya yang menyelidiki keberadaan perilaku *herding* di pasar saham yang maju dan berkembang (Lao & Singh, 2011); (Lakshman et al., 2013); (Xuan Vinh Vo, 2016)).

Ada dua alasan di balik perilaku *herding*, alasan pertama adalah ketika investor dengan yakin bereaksi terhadap informasi publik yang diketahui secara umum. Jenis perilaku *herding* yang lainnya terjadi ketika seorang investor dengan sengaja meniru perilaku investor atau sekelompok investor lain ((Devenow & Welch, 1996). Jenis perilaku *herding* yang disengaja ini mungkin rasional atau tidak rasional (*irrational*). Ketika motivasi di balik perilaku *herding* ini adalah logis, maka hal itu adalah perilaku *herding* yang rasional (Sushil et al., 1992); (Stein & Scharfstein, 1990)(Bikhchandani, 2001). Namun, perilaku *herding* yang tidak rasional (*irrational*) tidak memiliki motivasi logis dan secara membabi buta meniru tindakan orang lain dan lebih terkait dengan faktor psikologis dan emosional (Devenow & Welch, 1996); (T. Chiang et al., 2013); (Economou et al., 2018).

2.2 Model-model Penelitian Terdahulu

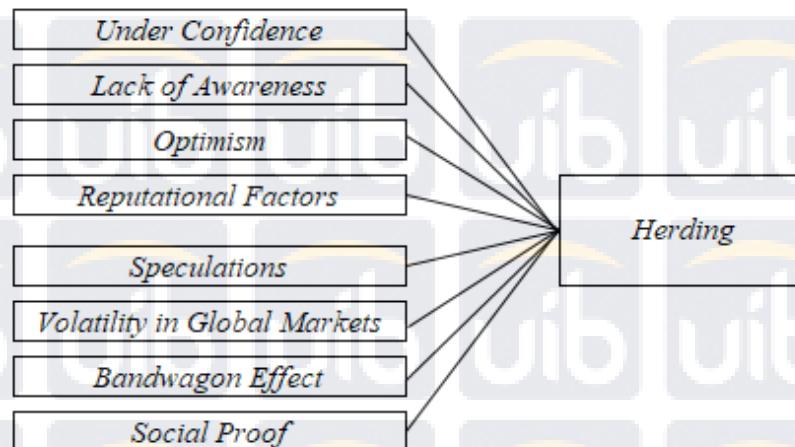
Dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir, penelitian tentang perilaku *herding* masih banyak diteliti. Hal ini ditunjukkan dari hasil pencarian terhadap 40 jurnal internasional melalui mesin pencari *Google Scholar* dan *database* jurnal *Emerald Insight*. Kata kunci yang digunakan antara lain *herding behavior*, *financial behavior*, *personality traits* dan *Karen Horney neurosis theory*. Berdasarkan hasil pencarian tersebut dapat disimpulkan bahwa penelitian dengan topik perilaku *herding* masih relevan dan masih menjadi topik yang menarik untuk diteliti.

Penelitian tentang perilaku *herding* telah diteliti baik di negara maju maupun negara berkembang. Negara-negara yang menjadi sumber data penelitian terkait perilaku *herding* yang berasal dari negara maju meliputi Amerika (Radi *et al.*, 2020); (Zhou & Anderson, 2013); (Belhoula & Naoui, 2011) dan dari Inggris (Baddeley *et al.*, 2010). Sedangkan data penelitian yang berasal dari negara berkembang antara lain dari Tiongkok yaitu (Xiong *et al.*, 2020); (Gong & Dai, 2017); (Chong *et al.*, 2017); (Sharma *et al.*, 2015); (Kumari *et al.*, 2019); (Juan Yao *et al.*, 2014). India (Patro & Kanagaraj, 2012); (Bhaduri & Mahapatra, 2013); (Saxena *et al.*, 2016) (Ganesh *et al.*, 2016); (Nair *et al.*, 2017); (Kumari *et al.*, 2019); (Geetha, 2019); (Dewan & Dharni, 2019); (Onour, 2020). Pakistan (Javed *et al.*, 2001); (Shah *et al.*, 2017); (Sabir *et al.*, 2019); (Kiran *et al.*, 2020). Indonesia (Wibowo, 2019); (Jian Yao & Tangjitprom, 2019); (Pranyoto *et al.*, 2020); (Arisanti & Oktavendi, 2020). Rusia (Indārs *et al.*, 2019). Taiwan (Chen, 2013); (Hsieh, 2013) (Chang & Lin, 2015) Singapore (Yue *et al.*, 2016). Turkey (Adem & Sarıoğlu, 2020). Korea (Choi & Yoon, 2020). Macau (Chen, 2020). Malaysia (Tunku *et al.*, 2018). Mongolia (Batmunkh *et al.*, 2020).

Data penelitian yang berasal negara maju lebih sedikit daripada negara berkembang. Namun demikian data penelitian yang diambil dari Indonesia terkait perilaku *herding* masih relatif sedikit dibandingkan dengan negara berkembang lainnya, dengan demikian penelitian terkait perilaku *herding* masih sangat terbuka luas untuk dikaji lebih banyak. Dari 40 jurnal yang ditemukan, penelitian tentang perilaku *herding* telah diteliti melalui berbagai macam sudut pandang namun mayoritas hanya menguji ada atau tidaknya perilaku *herding* di pasar saham negara tertentu. Berikut adalah beberapa penelitian yang relevan dengan penelitian yang dilakukan oleh penulis yang menempatkan perilaku *herding* sebagai variabel dependen, antara lain sebagai berikut:

(Saxena et al., 2016) melakukan penelitian yang berfokus kepada aspek perilaku *herding* dari investor ritel di pasar saham India khususnya yang berada di New Delhi dan National Capital Region. Penelitian ini mengidentifikasi beberapa faktor yang berkontribusi terhadap perilaku *herding* yang dilakukan oleh investor retail. Metode penelitian yang digunakan untuk menguji reliabilitas menggunakan *Cronbach Alpha* dan untuk mengetahui kesesuaian data untuk analisis faktor, menggunakan ukuran kecukupan pengambilan sampel metode *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) dan *Bartlett's Test of Sphericity* dengan bantuan SPSS 22. Alat ukur yang digunakan adalah kuesioner yang terstruktur. Berdasarkan hasil penelitian tersebut diketahui beberapa faktor yang berkontribusi terhadap perilaku *herding* investor yaitu: kurangnya percaya diri (*under confidence*), kurangnya kesadaran (*lack of awareness*), optimisme (*optimism*), faktor reputasi (*reputational factors*), spekulasi (*speculation*), volatilitas di pasar global (*volatility in global markets*), efek

bandwagon (bandwagon effect) ikut-ikutan and bukti sosial (*social proof*). Model penelitian disajikan dalam Gambar 2.1 sebagai berikut:



Gambar 2.1 Model Penelitian Faktor yang Berkontribusi terhadap Perilaku Herding, Sumber: Saxena et al. (2016)

Penelitian yang dilakukan oleh (Yue et al., 2016) menganalisa tentang adanya pengaruh *layout* (tata letak) dan motivasi terhadap perilaku *herding* pengguna *social discovery* (situs pencarian sosial) sebagai contoh *Pinterest*, *Tagged*, *Twitter*, *Stumble Upon*, *Reddit*, *Tumblr* dan sebagainya. Penelitian tersebut menggunakan alat uji statistik MANOVA yang juga dikenal dengan istilah Multivariat Anova, yaitu uji statistik untuk mengukur pengaruh variabel independen yang berskala kategorik terhadap beberapa variabel dependen sekaligus yang berskala data kuantitatif. Penelitian tersebut dilakukan dengan cara memberikan kuesioner dan mengamati secara langsung 120 orang pengguna situs untuk membandingkan antara perilaku pengguna yang berorientasi pada tujuan dan perilaku pengguna yang berorientasi pada tindakan (*goal and action-oriented users*) pada situs pencarian sosial yang menggunakan *layout* gaya *grid* (petak-petak) dan gaya *waterfall* (air terjun). Terdapat 3 (tiga) ukuran yang ditetapkan sebagai

indikator kecenderungan perilaku *herding* selama proses pengamatan terhadap para pengguna situs yaitu: berdasarkan pada proporsi jumlah item populer yang di klik untuk melihat detail sejumlah item yang di klik berdasarkan *log* sistem; proporsi waktu yang dihabiskan untuk melihat item yang populer pada situs selama total waktu yang dapat di-*capture* dengan pengamatan; dan jumlah rata-rata waktu yang dihabiskan oleh pengguna situs untuk melihat item populer. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pengguna situs pencarian sosial memiliki kecenderungan yang lebih tinggi untuk menggunakan situs dengan gaya *grid* (petak-petak) dan efeknya sangat kuat pada pengguna yang berorientasi pada tujuan. Model penelitian tersebut disajikan dengan Gambar 2.2 sebagai berikut:



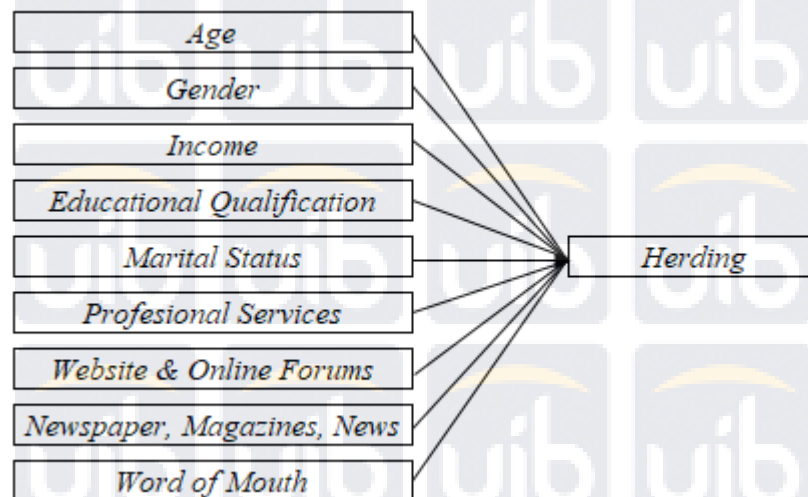
Gambar 2.2 Model Penelitian Pengaruh Layout Konten dan Motivasi pada Perilaku Herding Pengguna Social Discovery, Sumber: (Yue et al., 2016)

(Nair et al., 2017) melakukan penelitian dengan menganalisa tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku *herding* diantara investor saham di India. Penelitian tersebut menggunakan alat uji *stata software* untuk mendapatkan hasil penelitian. *Stata software* adalah program komputer yang dipakai untuk

analisis statistika dan dibuat oleh perusahaan StataCorp pada tahun 1985. Alat ukur yang digunakan adalah kuesioner yang disebarakan secara *online (online survey)*. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa investor saham sangat mungkin melakukan *herding* ketika mereka memperoleh lebih banyak informasi finansial dari mulut ke mulut jika dibandingkan dengan sumber informasi lainnya.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa berbagai variabel seperti demografi investor dan berbagai sumber informasi, mempengaruhi perilaku *herding* investor saham di India. Jenis kelamin, usia, status perkawinan dan komunikasi dari mulut ke mulut (*word of mouth*) berpengaruh signifikan terhadap perilaku *herding* di kalangan investor. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa investor saham laki-laki memiliki probabilitas yang lebih rendah untuk melakukan *herding* jika dibandingkan dengan investor saham perempuan dan terdapat probabilitas yang tinggi bagi investor saham untuk melakukan *herding* seiring dengan peningkatan kelompok usia, juga seiring dengan peningkatan pendapatan tahunan. Dalam hal status perkawinan, investor saham yang sudah menikah menunjukkan tingkat variasi yang lebih rendah dalam melakukan *herding* jika dibandingkan dengan investor saham yang belum menikah. Komunikasi dari mulut ke mulut (*word of mouth*) menunjukkan probabilitas tertinggi yang mempengaruhi investor saham untuk melakukan *herding*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin sering investor saham mengakses informasi investasi dari mulut ke mulut (*word of mouth*), semakin tinggi probabilitasnya untuk melakukan *herding*. Melalui pemahaman yang lebih baik tentang pengaruh berbagai faktor yang dieksplorasi dalam penelitian tentang perilaku kognitif, maka akan memungkinkan bagi investor

saham untuk lebih sadar dan waspada tentang keputusan investasi mereka dan tidak menyerah dengan adanya perilaku *herding*. Model penelitian disajikan dengan Gambar 2.3 sebagai berikut:



Gambar 2.3 Model Penelitian Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perilaku Herding di Antara Investor Saham di India, Sumber: (Nair et al., 2017)

(Tunku et al., 2018) melakukan penelitian untuk mengidentifikasi hubungan antara perilaku *herding* dengan faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku *herding* pada investor di Pasar Saham Malaysia. Penelitian tersebut menggunakan metode pengujian *Smart PLS Software* dengan alat ukur kuesioner.

Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa:

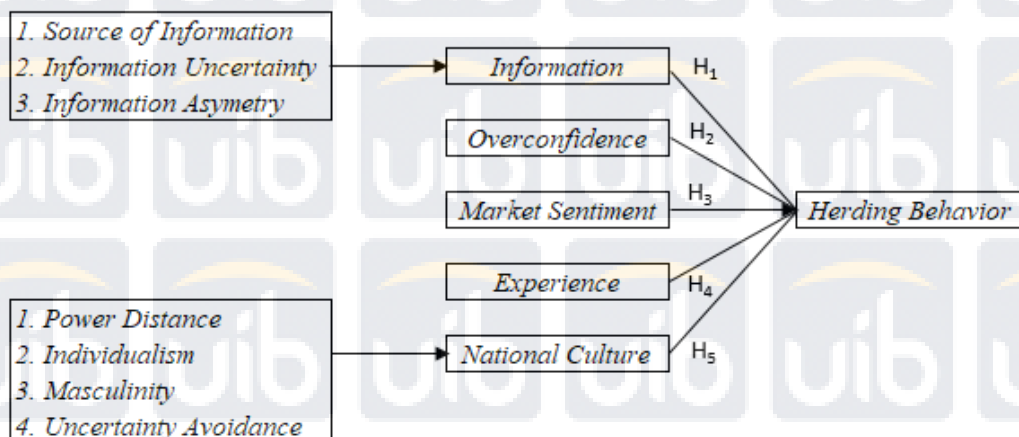
1. Informasi berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding* para investor di Bursa Saham Malaysia. Investor lebih cenderung mengadopsi keputusan dan informasi yang sama ketika informasi tersebut lebih cepat diperoleh dan lebih mudah untuk dijelaskan. Sharma dan Bhowal (2017) dalam (Tunku et al., 2018) mengemukakan pendapat bahwa sebagian besar investor membuat keputusan berdasarkan informasi publik.

2. Percaya diri berlebihan (*overconfidence*) tidak berpengaruh signifikan terhadap perilaku herding investor. Shusha dan Touny (2016) dalam (Tunku et al., 2018) menjelaskan bahwa percaya diri yang berlebihan berbeda berdasarkan tingkat pengalaman investor dengan mengacu pada Efek Dunning-Kruger (Kruger & Dunning, 2009) dalam (Tunku et al., 2018). Tingkat kepercayaan berlebihan yang palsu cenderung menurun ketika pengalaman investasi individu meningkat.

3. Sentimen pasar berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku herding. Studi yang dilakukan oleh Economou, Hassapis dan Philippas (2018), Kabir dan Shakur (2018), Huang dan Wang (2017), Litimi (2017), Berisha dan Pavlovska (2015), Jlassi dan Naoui (2015) dalam jurnal yang ditulis oleh (Tunku et al., 2018) juga menyatakan bahwa sentimen pasar berdampak positif terhadap perilaku herding investor. Selama pasar diisi oleh manusia, bukan mesin, setiap investor, pasar dan juga saham dipengaruhi oleh gelombang sentimen pada tingkat yang berbeda (Jasman, Zamri & Hylmee, 2016) dalam (Tunku et al., 2018).

4. Pengalaman berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku herding. Investor yang berpengalaman di pasar saham Malaysia akan berasumsi bahwa pasar saham Malaysia dimanipulasi oleh taktik para operator. Menurut Aruna (2017) dalam (Tunku et al., 2018), Bursa Malaysia menemukan adanya aktivitas manipulatif yang dilakukan oleh operator melalui media sosial dan internet.

5. Budaya nasional berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding* di kalangan investor. Hal ini senada dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chang dan Lin (2015); Vasiliauskaite dan Grikietyte-Cebataviciene (2017), dan Munkh-Ulzii *et al.* (2017) dalam (Tunku et al., 2018). Kebudayaan nasional sangat penting dalam menentukan cara berpikir masyarakat yang dapat mempengaruhi tindakan atau keputusan mereka terhadap sifatnya. Hal tersebut juga mempengaruhi respon perilaku investor terhadap informasi pasar dan keputusan investasi (Zhang, 2015) dalam (Tunku et al., 2018). Model penelitian disajikan dalam Gambar 2.4 sebagai berikut:



Gambar 2.4 Model Penelitian Perilaku Herding Investor di Pasar Saham Malaysia, Sumber: (Tunku et al., 2018)

Penelitian yang dilakukan (Sabir et al., 2019) telah di klaim sebagai penelitian pionir yang menguji pengaruh literasi keuangan terhadap hubungan percaya diri yang berlebihan (*overconfidence*) dan pengalaman investasi masa lalu dengan perilaku *herding* investor di Pasar Modal Pakistan. Penelitian ini menggunakan metode estimasi regresi *Partial Least Squares* (PLS). Metode PLS

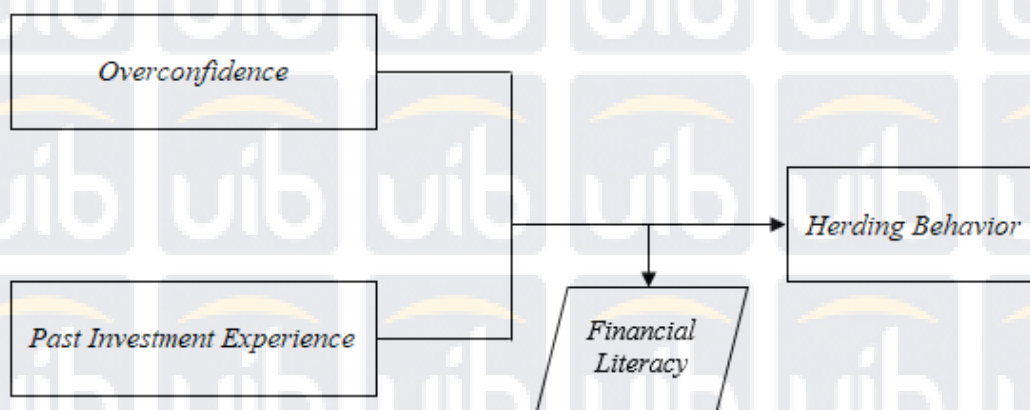
mereduksi data menjadi kumpulan data kecil dan kemudian melakukan regresi pada kumpulan data tersebut, sebagai pengganti data asli. Regresi PLS secara khusus berguna untuk data yang memiliki prediktor kolinear tinggi, atau saat prediktor lebih dari sekadar observasi. *Partial Least Square* (PLS) suatu teknik prediktif yang bisa menangani banyak variabel independen, bahkan sekalipun terjadi multikolinieritas diantara variabel-variabel tersebut (Ramzan dan Khan, 2010) dalam (Sabir et al., 2019). Alat ukur yang digunakan adalah survei kuesioner. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa:

1. Percaya diri yang berlebihan (*overconfidence*) berhubungan signifikan positif dengan perilaku *herding* investor di pasar modal. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *overconfidence* investor akan meningkatkan perilaku *herding* investor.
2. Pengalaman investasi masa lalu juga menunjukkan pengaruh positif terhadap perilaku *herding* investor. Hasil penelitian kontemporer untuk menguji efek moderasi dari literasi keuangan pada hubungan *overconfidence* dan pengalaman investasi masa lalu dengan perilaku *herding* investor menunjukkan bahwa literasi keuangan berpengaruh moderat terhadap hubungan *overconfidence* dan perilaku *herding*. Hal ini membuktikan bahwa literasi keuangan meningkatkan pengaruh *overconfidence* terhadap perilaku *herding* investor.

Selain itu literasi keuangan memiliki peran moderasi terhadap hubungan pengalaman investasi masa lalu dengan perilaku *herding* investor. Hal ini menunjukkan bahwa literasi keuangan menurunkan dampak pengalaman investasi

masa lalu terhadap perilaku *herding*. Oleh karena itu, literasi keuangan memiliki kemampuan untuk meningkatkan pengambilan keputusan investasi melalui pengaruh pengalaman investasi pada masa lalu. Model penelitian disajikan dengan

Gambar 2.5 sebagai berikut:



Gambar 2.5 Model Penelitian Peran Overconfidence dan Pengalaman Investasi Masa Lalu Terhadap Perilaku Herding Investor dengan Efek Moderasi dari Literasi Finansial, Sumber: (Sabir et al., 2019)

Penelitian yang dilakukan oleh (Kumari et al., 2019) telah mengembangkan kerangka kerja integratif untuk memahami kecenderungan perilaku *herding* dalam berbagai macam sifat kepribadian dan faktor motivasi yang menyebabkan perilaku *herding* di antara investor individu dengan menggunakan teori Kepribadian Tripartit Horney (1945) dalam (Coolidge et al., 2001a). Dalam teori kepribadian tersebut ditemukan adanya orientasi interpersonal dari masing-masing individu yang telah digunakan untuk mengklasifikasikan kepribadian investor.

Metode penelitian menggunakan Skala Orientasi Interpersonal CAD (Cohen, 1967) yang disusun dalam kuesioner terstruktur menggunakan skala *Likert* positif yang menunjukkan 1 (sangat tidak setuju), 2 (tidak setuju), 3 (netral), 4

(setuju), 5 (sangat setuju). Dari hasil penelitian tersebut ditemukan bahwa kepribadian yang berbeda juga memiliki motif yang berbeda terhadap perilaku *herding*, antara lain sebagai berikut:

1. Menurut karakterisasi model kepribadian Horney (1945), kepribadian patuh/ketergantungan (*compliant*) cenderung bergerak ke arah/mendekati orang lain dan memiliki kecenderungan mendekat kepada konfirmasi-konfirmasi (informasi) dari orang lain. Hasil penelitian tersebut mendukung definisi kepribadian patuh/ketergantungan (*compliant*) yang dikemukakan oleh Horney, bahwa kepribadian patuh/ketergantungan (*compliant*) memiliki kecenderungan tinggi terhadap perilaku *herding* dan juga memiliki hubungan yang kuat dengan tiga (3) faktor motivasi *herding*. Diantara ketiga faktor motivasi tersebut adalah faktor sosial yang paling signifikan memotivasi perilaku *herding*, diikuti oleh faktor emosional dan kognitif.
2. Kepribadian agresif didefinisikan sebagai kepribadian individu yang bergerak melawan orang lain. Tipe kepribadian ini menunjukkan hubungan yang signifikan negatif terhadap perilaku *herding*. Tetapi kepribadian agresif menunjukkan hubungan yang signifikan positif dengan satu faktor *herding*, yaitu kemampuan kognitif. Hal inilah yang menjadi alasan dapat meredam perilaku *herding* pada tipe kepribadian agresif. Hubungan negatif antara kepribadian agresif dengan perilaku *herding* dan hubungan positif antara agresif dengan faktor kognitif disebabkan karena adanya rasa terlalu percaya diri sehingga cenderung melebih-lebihkan keterampilan dan kemampuan sendiri. Mereka juga kebanyakan mengandalkan informasi dan percaya pada

pengetahuan atau kemampuan sendiri (Daniel et al., 1998); (de Bondt & Thaler, 1995); (Barberis & Thaler, 2002). Sikap terlalu percaya diri, mereka sering kali rentan terhadap aktifitas perdagangan (*trading*) yang berlebihan (Brad M Barber & Odean, 2006); kebanyakan dari mereka memegang portofolio yang tidak terdiversifikasi dan meremehkan faktor risiko (de Bondt & Thaler, 1995), (Goetzmann & Kumar, 2001). Salah satu implikasi positif dari adanya rasa terlalu percaya diri mungkin mengurangi kecenderungan *herding* di antara investor (Bernardo & Welch, 1997)

3. Kepribadian yang terpisah/mandiri (*detached*) didefinisikan sebagai kepribadian individu yang menjauh/menghindar dari orang lain. Individu ini diharapkan menjadi mandiri, terampil dan rasional. Kecerdasan dan nalar adalah satu-satunya nilai yang menurut mereka penting dalam kehidupan seseorang. Mereka berpikir bahwa mereka unik dan tidak ada yang mampu bertahan di depan mereka. Sehingga mereka adalah pribadi yang tanpa emosi dan tidak didorong oleh norma-norma sosial. Hasil analisis tersebut juga mendukung perilaku kepribadian Horney (1945), karena kepribadian yang terpisah/mandiri (*detached*) memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan dengan perilaku *herding* dan tidak dipengaruhi oleh salah satu faktor motivasi yang mengarah kepada perilaku *herding*.

Hasil temuan dari penelitian tersebut konsisten dengan berbagai penelitian sebelumnya, seperti salah satu penelitian yang dilakukan oleh (Lin, 2012) yang mendukung hasil bahwa kepribadian yang berbeda memiliki kecenderungan yang berbeda terhadap perilaku *herding*, tetapi penelitian ini hanya mengambil toleransi

risiko sebagai faktor mediasi untuk menjelaskan perilaku *herding* dan menyimpulkan bahwa toleransi risiko tinggi memiliki hubungan negatif dengan perilaku *herding*. Sementara penelitian ini menggunakan tiga faktor yaitu faktor kognitif, sosial dan emosional serta asumsi toleransi risiko sebagai salah satu aspek dari faktor emosional karena toleransi risiko bersifat subjektif, dan hal ini bergantung pada persepsi psikologis investor tentang seberapa besar risiko yang dapat ditolelir investor tersebut. Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian eksperimental yang dilakukan sebelumnya oleh (Baddeley et al., 2010) yang menyimpulkan bahwa sifat-sifat yang terkait dengan kemampuan bersosialisasi (misalnya ekstraversi dan empati) memiliki hubungan negatif dengan kecenderungan *herding* dan kurang berpengaruh terhadap faktor sosial dan tekanan teman sebaya.

Penelitian yang dilakukan oleh (Kumari et al., 2019) tersebut telah mengklaim, bahwa penelitian tersebut menjadi pelopor dalam menguji model teoritis terintegrasi yang terdiri dari tiga konfigurasi kepribadian Horney dengan faktor motivasi yang berbeda yaitu faktor kognitif, sosial dan emosional dari perilaku *herding* yang mengakibatkan kecenderungan perilaku *herding* investor dalam keputusan investasi mereka. Hal inilah yang menjadi motivasi bagi penulis untuk melakukan penelitian lebih lanjut tentang pengaruh kepribadian (*personality traits*) dan motivasi investor yang berkontribusi terhadap perilaku *herding* investor di Bursa Efek Indonesia. Model penelitian disajikan dengan gambar 2.6 sebagai berikut:



Gambar 2.6 Model Penelitian Sifat Kepribadian dan Motivasi Investor Individu Terhadap Perilaku Herding di Pasar Saham India, Sumber: Kumari et al. (2019)

2.3 Hubungan Antar Variabel

Setiap orang memiliki tipe kepribadian yang berbeda. Cara berpikir, merasakan, dan perilaku mereka dalam keadaan tertentu bergantung pada sifat kepribadian mereka, merujuk pada beberapa peneliti terdahulu, sifat kepribadian telah digunakan untuk menyimpulkan niat individu dan kemungkinan perilakunya di masa depan. Namun, model-model kepribadian saat ini tidak menawarkan penjelasan apa pun untuk menjadi penyebab dasar perilaku kepribadian. Dalam memahami perilaku kepribadian ini, perlu adanya identifikasi berbagai dorongan motivasi yang ada di balik aktivitas dan respons individu (Corr et al., 2013) dan (Liang & Kelsen, 2018). Terdapat perspektif teoritis yang mendukung peran motivasi sebagai anteseden perilaku dalam berbagai konteks (Ajzen, 1991). Selain itu, terdapat bukti dari penelitian psikologis bahwa sifat kepribadian mempengaruhi keputusan dan perilaku investasi investor di pasar saham (de Bondt & Thaler, 1995). Sebuah studi sebelumnya juga menunjukkan bahwa kepribadian dan motivasi telah

diakui sebagai variabel kunci yang juga terkait dengan pembelajaran bahasa asing. Hal ini mempertimbangkan pentingnya kepribadian dan motivasi dalam kinerja siswa (Liang & Kelsen, 2018).

Berbagai model penelitian telah dikembangkan untuk mempelajari pengaruh kemampuan kognitif, faktor-faktor sosial dan faktor-faktor emosional serta motivasi pada hubungan antara kepribadian dan perilaku (Barrick et al., 2002). Seperti, dalam penelitian yang dilakukan oleh (Barrick et al., 2002), model telah dikembangkan untuk menguji pengaruh orientasi kerja, motivasi kognitif pada kepribadian dan prestasi kerja. Dorongan motivasi bertindak sebagai faktor penyebab yang memberdayakan, mengkoordinasikan dan menopang perilaku individu yang secara khusus menentukan kinerja aktual (Brown, 1976) dalam (Barrick et al., 2002). Sehingga, dalam konteks penelitian perilaku *herding*, seorang investor telah diklasifikasikan dalam tiga kepribadian yang berbeda, dan setiap kepribadian memiliki dorongan motivasi yang berbeda di balik perilaku *herding*. Tiga faktor motivasi yang dapat menjelaskan alasan di balik perilaku *herding* adalah kemampuan kognitif, faktor-faktor sosial dan faktor-faktor emosional.

2.3.1 Pengaruh Sifat Kepribadian Patuh/Ketergantungan (*Compliant*) Terhadap Perilaku *Herding*

Menurut Horney (1945) dalam (Coolidge et al., 2001b) tipe patuh/ketergantungan (*compliant*) dikendalikan oleh pengaruh sosial sehingga mereka membutuhkan persetujuan, penerimaan dan cinta dari orang lain. Mereka mementingkan persahabatan dan cinta dari orang lain. Sehingga mereka menjadi

lebih peka terhadap kebutuhan orang lain. Tipe kepribadian ini cenderung menghindari perilaku yang bertentangan dengan orang lain dan menyesuaikan diri pada keinginan orang lain. Mereka lebih suka berbagi informasi, pengalaman, dan pengetahuan dengan investor lain. Dengan demikian, tipe kepribadian ini menjadi lebih rentan terhadap perilaku herding.

2.3.2 Pengaruh Sifat Kepribadian Agresif (*Aggressive*) Terhadap Perilaku Herding

Menurut Horney (1945) dalam (Coolidge et al., 2001b), individu dengan tipe kepribadian agresif memiliki nafsu kekuasaan, sukses, gengsi (*prestige*) dan ingin mendominasi orang lain dalam masyarakat. Mereka menganggap orang lain sebagai pesaing dan hanya menghargai orang-orang yang membantu mereka untuk mencapai tujuan mereka. Individu yang memiliki sifat agresif cenderung mempengaruhi orang lain dengan cara mendominasi mereka, meskipun mereka juga membutuhkan pengakuan dan kekaguman orang lain. Sehingga, mereka akan berusaha keras untuk diperhatikan dan dikagumi oleh orang lain. Oleh karena itu, individu yang berkepribadian agresif ini akan berbagi informasi, pengetahuan dan pengalaman dengan orang lain untuk mendapatkan rasa hormat dan *prestige* di masyarakat. Dengan demikian, individu tipe ini juga diharapkan menunjukkan perilaku *herding* yang moderat.

2.3.3 Pengaruh Sifat Kepribadian Mandiri/Menyendiri (*Detached*) Terhadap Perilaku Herding

Horney (1945) dalam (Coolidge et al., 2001b), mengobservasi bahwa tipe individu yang terpisah/menyendiri (*detached*) adalah tipe individu yang mandiri, terampil dan rasional. Mereka tidak membutuhkan konfirmasi dari siapa pun tentang apa yang mereka lakukan. Mereka hanya menghargai apa yang mereka pikirkan tentang topik tertentu dan cukup mandiri di bidang mereka. Kecerdasan dan nalar adalah nilai-nilai yang menurut mereka dianggap penting dalam kehidupan seseorang. Mereka berpikir bahwa mereka unik, dan tidak akan ada yang ampu bertahan di hadapan mereka, bahkan mereka berpikir bahwa tidak perlu memamerkan bakat mereka kepada siapa pun. Sehingga dapat dikatakan bahwa mereka adalah orang-orang yang tanpa emosi dan tidak didorong oleh norma-norma sosial. Dengan demikian, individu tipe ini diharapkan tidak terpengaruh oleh perilaku *herding*.

2.3.4 Pengaruh Kemampuan Kognitif (*Cognitive Capability*) Terhadap

Perilaku *Herding*

Seringkali, perilaku, perasaan dan kognisi seseorang dipengaruhi oleh regulasi emosional dan juga dipengaruhi oleh karakteristik kepribadian seseorang (DeYoung et al., 2010). Studi yang mendukung hubungan antara sifat kepribadian dan regulasi emosional menunjukkan bahwa individu dengan neurotisme yang lebih tinggi mencakup impulsif dan memiliki *self-efficacy* (keyakinan) yang rendah (Wismeijer & van Assen, 2008). Sedangkan menurut (Schaefer et al., 2004), sifat *extraversion* (senang bergaul, mudah bersosialisasi, hidup berkelompok dan tegas) dan *conscientiousness* (individu yang cenderung kurang bertanggung jawab,

terburu-buru, tidak teratur dan kurang dapat diandalkan dalam melakukan suatu pekerjaan) berhubungan positif dengan regulasi emosional dan *self-efficacy* (keyakinan diri). Kepribadian juga berperan penting dalam pengembangan kemampuan kognitif seperti kemampuan intelektual (Ackerman, 1996). Studi telah secara konsisten membedakan adanya hubungan positif antara kemampuan kognitif, keterbukaan dan stabilitas emosional (Moutafi et al., 2003), sementara terdapat hubungan negatif antara kemampuan kognitif dan *conscientiousness* kesadaran (Rammstedt et al., 2016)

Dari tinjauan pustaka, diketahui bahwa informasi memegang peranan penting di pasar saham. Jika seorang investor memiliki aksesibilitas informasi dan kemampuan pemrosesan informasi yang lebih baik, maka investor tersebut dapat membuat keputusan investasi yang lebih baik dibandingkan dengan investor yang tidak memiliki aksesibilitas informasi dan kemampuan pemrosesan, dan kemampuan investor yang terbatas ini dikenal sebagai rasionalitas terbatas (Simon, 1972). Berbagai penelitian terbaru menjelaskan dua hubungan utama antara kemampuan kognitif dan perilaku ekonomi individu, yaitu individu yang memiliki kemampuan kognitif tinggi cenderung kurang menghindari risiko ketika dihadapkan pada situasi perjudian dalam domain positif, dan mereka menunjukkan toleransi lebih dalam situasi berisiko (Dohmen et al., 2010).

Lebih lanjut, perilaku *herding* investor individu secara negatif dikaitkan dengan pengalaman perdagangan saham (*trading*). Investor yang memiliki kemampuan kognitif dan pengalaman *trading* yang rendah memiliki kecenderungan lebih tinggi untuk melakukan *herding* (Zhao, 2014). Sehingga,

kemampuan kognitif seorang individu memainkan peran yang signifikan di balik perilaku *herding* investor di pasar saham (Morck et al., 2000).

2.3.5 Pengaruh Faktor-faktor Sosial (*Social Factors*) Terhadap Perilaku

Herding

Investor individu akan dipengaruhi oleh sebuah tekanan sosiologis. Katona (1951, 1975) dalam karyanya tentang psikologi ekonomi menjelaskan pengaruh tekanan sosiologis, terutama pada pilihan ekonomi dan keuangan masyarakat (Hosseini, 2011). Katona (1975) dalam (Hosseini, 2011) membedakan antara pembelajaran sosial dan pembelajaran individu dan menjelaskan bahwa pembelajaran sosial lebih khusus daripada pembelajaran individu; melalui pembelajaran sosial, seseorang terbiasa bergantung pada aturan praktis atau heuristik sederhana (Goldstein et al., 2016).

Faktor sosiologis membentuk identitas individu dan mempengaruhi preferensi individu. Faktor-faktor ini juga berhubungan dengan kecenderungan perilaku *herding* ketika seorang individu berhubungan erat dengan norma kelompok, yang menimbulkan tekanan sosial dari kelompok dan mengakibatkan kurangnya kepercayaan pada penilaian mereka sendiri dan mendorong kecenderungan *herding*. (Elster, 1997) berpendapat bahwa “emosi sosial” dapat mereproduksi perilaku *herding* dan pengaruh sosial. Ketika seseorang tidak mengikuti norma-norma sosial, hal itu menimbulkan rasa emosi negatif di antara mereka. (Prechter & Parker, 2007) menjelaskan peran faktor sosial dalam pengambilan keputusan individu. Individu bereaksi berbeda terhadap situasi sosial

yang tidak pasti dibandingkan dengan isolasi, yang mengarah pada perilaku *herding* yang tidak disadari. Hal ini terjadi karena perilaku *herding*, pasar saham akan berfluktuasi dengan cara yang tidak menentu dan juga mencerminkan *mood* sosial yang menyebabkan ketidakstabilan di pasar keuangan. (Baddeley et al., 2010) juga menyimpulkan melalui studi eksperimental mereka bahwa interaksi antara faktor sosial dan faktor perilaku yang mendorong adanya perilaku *herding*.

2.3.6 Pengaruh Faktor-faktor Emosi (*Emotional Factors*) Terhadap Perilaku *Herding*

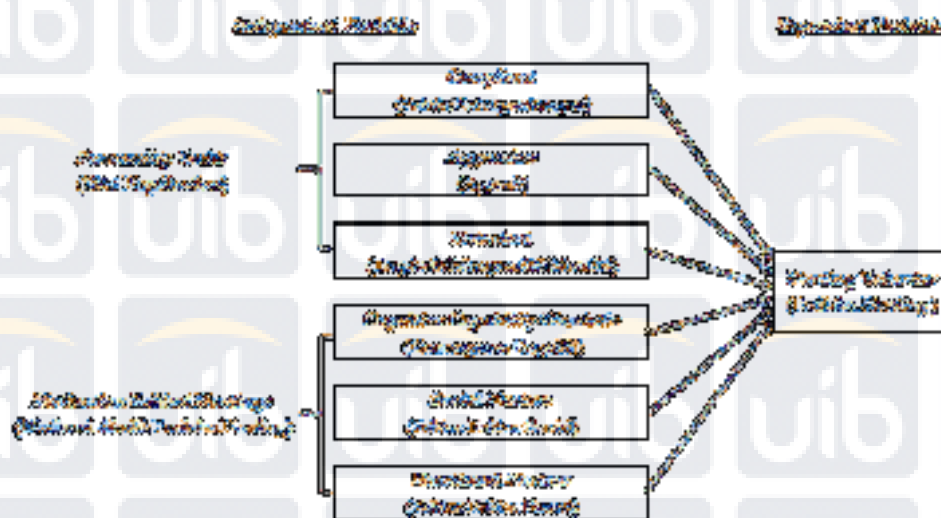
Pengamatan ilmiah telah menjelaskan pengaruh emosi, pengaruh dan faktor *visceral* pada pengambilan keputusan keuangan (Elster, 1997). Bahkan perubahan *mood* yang disebabkan oleh cuaca juga mempengaruhi keputusan keuangan individu karena adanya fluktuasi emosional (Hirshleifer & Hong Teoh, 2003) (Kuhnen & Knutson, 2005) mengidentifikasi perilaku irrasional dalam pengambilan keputusan keuangan dan mengidentifikasi emosi dan pengaruhnya terhadap keputusan keuangan dan ekonomi. (Lo et al., 2005) juga mengidentifikasi perilaku *trader* dengan menghubungkan sifat kepribadian dengan faktor emosional (keserakahan/ketakutan). Lebih lanjut Shefrin (2005) dalam (Kumari et al., 2019) juga menjelaskan peran keserakahan, ketakutan dan harapan sebagai emosi yang mempengaruhi pemilihan portofolio.

Emosi lain seperti kegembiraan yang irasional dan situasi panik pasar (*market panic*) masing-masing mencerminkan interaksi keserakahan dan harapan (kasus euforia) dan risiko, kecemasan dan ketakutan (kasus panik pasar)

(Loewenstein *et al.*, 2007) dalam (Kumari *et al.*, 2019). Berdasarkan studi yang dilakukan di pasar US REITs berpendapat bahwa perilaku *herding* terjadi ketika rasa takut masih ada di pasar (Philippas *et al.*, 2013). (Economou *et al.*, 2018) juga meneliti perilaku *herding* di bursa utama negara maju seperti (AS, Inggris dan Jerman) dan mengamati peran signifikan ketakutan investor pada perkiraan adanya *herding*. Bukti dan analisis tersebut mendukung bahwa emosi dan suasana hati memainkan peran penting dalam perilaku finansial dan pilihan keuangan.

2.4 Model Penelitian dan Perumusan Hipotesis

Berdasarkan beberapa uraian yang telah disampaikan diatas maka dapat disusun model teoritis pengaruh sifat kepribadian dan motivasi investor individu terhadap perilaku *herding* seperti yang disajikan pada gambar 2.7 sebagai berikut:



Gambar 2.7 Model Analisis Penelitian

Berdasarkan uraian dan kerangka model penelitian diatas maka dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁ : Sifat kepribadian patuh/ketergantungan (*compliant*) berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding*.

H₂ : Sifat kepribadian agresif (*aggressive*) berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding*.

H₃ : Sifat kepribadian terpisah/menyendiri/mandiri (*detached*) berpengaruh signifikan negatif terhadap perilaku *herding*.

H₄ : Kemampuan kognitif berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding*.

H₅ : Faktor-faktor sosial berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding*.

H₆ : Faktor-faktor emosional berpengaruh signifikan positif terhadap perilaku *herding*.