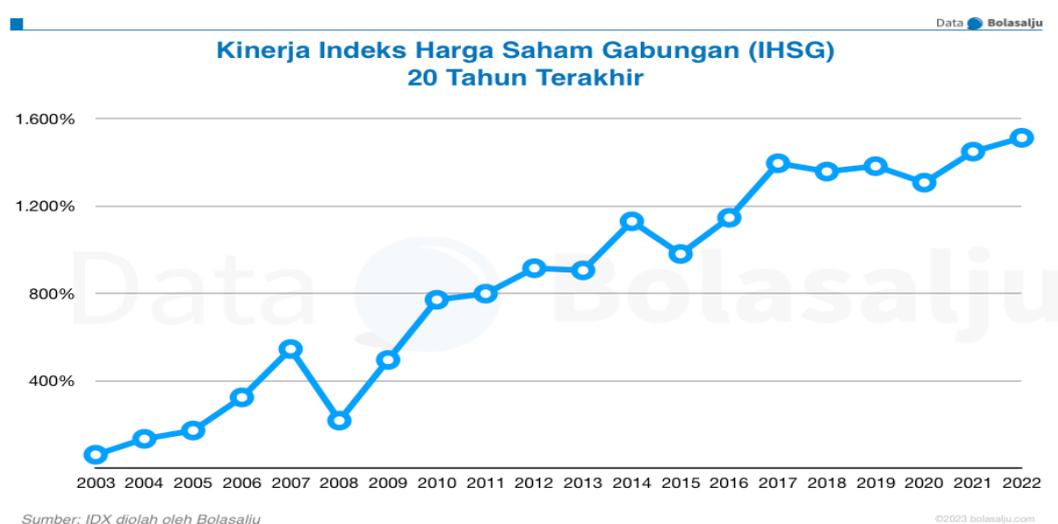


BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar saham Indonesia kerap menghadapi tekanan pasar (*market stress*), yakni situasi terganggunya mekanisme pasar yang normal akibat faktor eksternal maupun internal yang memicu peningkatan volatilitas, ketidakpastian, dan pergerakan harga yang ekstrem (Adem & Sarioğlu, 2020; Behmiri et al., 2021). Tekanan semacam ini terjadi ketika sentimen pasar menjadi negatif atau tidak stabil, yang pada gilirannya dapat memicu reaksi emosional investor secara kolektif. Faktor pemicunya meliputi fluktuasi ekonomi global, gejolak geopolitik, perubahan kebijakan moneter, dan limpahan volatilitas dari pasar regional (Dömötör & Váradi, 2019).



Gambar 1. 1 Data IHSG 20 Tahun Terakhir

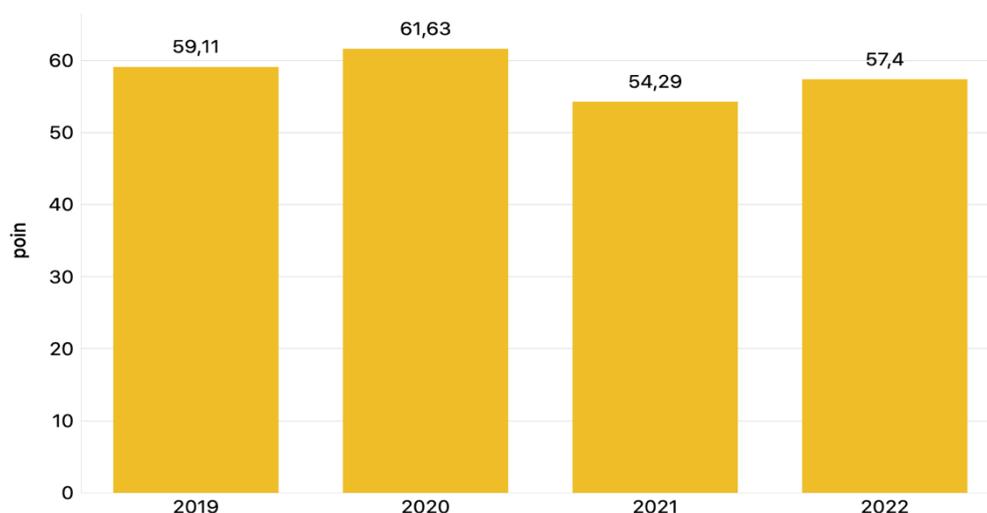
Gambar 1.1 menunjukkan pergerakan IHSG selama 20 tahun terakhir. Meskipun secara umum mencatat pertumbuhan positif rata-rata sebesar 14,91% per tahun, terdapat periode penurunan tajam yang menandai kondisi pasar yang sangat volatil, seperti pada 2008 (-53,70%), 2012 (-17,90%), dan 2020 (-31,90%).

Volatilitas semacam ini mencerminkan meningkatnya ketidakpastian di pasar modal dan menjadi indikator penting dari tekanan psikologis kolektif yang dialami investor.

Dalam kondisi tersebut, investor cenderung mengalami penurunan rasionalitas dalam pengambilan keputusan, dan lebih mengandalkan persepsi sosial atau kecenderungan umum pasar. Situasi ini dikenal sebagai sentimen pasar, yaitu kondisi emosional kolektif yang dapat memengaruhi keputusan investasi terlepas dari informasi fundamental yang tersedia. Ketika sentimen negatif mendominasi, investor cenderung mengikuti tindakan mayoritas sebagai bentuk adaptasi terhadap ketidakpastian, sebuah fenomena yang dikenal sebagai herding behavior (Christie & Huang, 1995; Chang et al., 2000).

Menurut teori *behavioral finance*, dalam situasi tekanan pasar, investor tidak selalu bertindak rasional sebagaimana diasumsikan dalam teori keuangan klasik. Sebaliknya, mereka rentan terhadap bias perilaku yang mendorong keputusan investasi berbasis emosi dan pengaruh sosial (Shefrin, 2005; Almansour, 2023). Dengan demikian, tekanan pasar tidak hanya mencerminkan perubahan nilai ekonomi riil, tetapi juga dinamika psikologis yang memperkuat pola herding di pasar modal.

Perilaku herding telah terbukti memperkuat volatilitas pasar. Ketika investor bertindak secara kolektif dalam menjual atau membeli saham, bukan hanya karena faktor fundamental, tetapi karena mengikuti mayoritas, hal ini mempercepat pembentukan tren harga yang ekstrem dan memperbesar risiko gelembung atau krisis pasar (Spyrou, 2013). Fenomena ini sangat relevan di pasar negara berkembang, termasuk Indonesia, yang ditandai oleh tingginya partisipasi investor ritel dan masih terbatasnya penggunaan pendekatan analisis mendalam dalam pengambilan keputusan investasi (Kling & Gao, 2008).



Gambar 1. 2 Grafik Literasi Masyarakat Indonesia

Sumber: Hasil olah data, 2024

Gambar 1.2 menunjukkan bahwa tingkat literasi keuangan di Indonesia masih berada pada posisi yang rendah secara global. Meskipun bukan fokus utama penelitian ini, kondisi tersebut menjadi konteks tambahan yang menjelaskan mengapa sebagian besar investor di Indonesia lebih bergantung pada sinyal sosial daripada analisis rasional, terutama dalam kondisi pasar yang tidak menentu. Dalam situasi demikian, sentimen pasar memainkan peran dominan dalam memengaruhi keputusan kolektif investor.

Fenomena seperti aktivitas *pom-pom* saham yang marak di media sosial juga memperkuat kecenderungan *herding*, dengan cara membentuk sentimen yang cepat menyebar dan sulit dikendalikan. Ketika harga aset meningkat drastis karena dorongan promosi, bukan karena kinerja perusahaan, kepercayaan terhadap efisiensi pasar pun terganggu (Investopedia, 2022). Sentimen pasar menjadi lebih mudah terbentuk dan lebih kuat memengaruhi arah investasi, terutama bagi investor yang mencari informasi cepat tanpa kajian mendalam.

Dalam konteks modern, pengaruh sentimen investor menjadi salah satu faktor yang memperkuat fenomena *herding* di kalangan investor (Yoon & Oh, 2022). Ketika investor memanfaatkan informasi dari opini yang berkembang di media sosial untuk mengambil keputusan investasi, sentimen yang terbentuk di platform tersebut cenderung berkorelasi erat dengan perilaku *herding* di pasar saham.

Rengga Madya Pranata, 2025

STUDI MODERASI KATEGORI SAHAM PADA PENGARUH SENTIMENT INVESTOR TERHADAP HERDING YANG DI MODERASI KEMBALI OLEH VOLATILITAS DAN KAPITALISASI PASAR
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Sentimen investor positif ataupun negatif menjadi pemicu yang besar seperti penelitian Melas & Michail (2023), Zhang & Giouvriss (2022), Baker & Wurgler (2007), Litimi et al. (2016), Jlassi & Naoui (2015), Nofsinger & Sias (1999), Schmeling (2009), Hwang & Salmon (2004), Metawa et al. (2019), Haritha & Uchil (2020), Ansari & Ansari (2021), Kumar & Goyal (2015), Haritha & Uchil (2019), Blasco et al. (2018), dan Yoon & Oh (2022), maupun negatif seperti Wu et al. (2023) Metawa et al. (2019) Mezghani et al. (2021) Blasco et al. (2011) Marietza et al. (2023), Iyer & Harper (2017), dan Liu (2015) memiliki dampak yang signifikan terhadap perilaku *herding* di pasar keuangan. Sentimen positif cenderung menjadi pemicu perilaku *herding*, di mana investor mengikuti langkah-langkah investor lain tanpa mempertimbangkan secara menyeluruh informasi fundamental (Melas & Michail, 2023). Sebaliknya, sentimen negatif dapat memicu perilaku *herding* yang berlawanan, di mana investor cenderung melakukan penjualan massal karena ketakutan akan kerugian lebih lanjut (Melas & Michail, 2023).

Meskipun sentimen positif investor umumnya meningkatkan perilaku *herding* di pasar saham, hubungan antara sentimen dan *herding* tidak selalu konsisten, melainkan bergantung pada kondisi pasar dan periode waktu tertentu (Zhang & Giouvriss, 2022). Sentimen investor memiliki pengaruh yang signifikan terhadap intensitas *herding*, terutama selama periode ketidakpastian, ketika investor cenderung mengikuti arus pasar dan mengabaikan informasi fundamental (Baker & Wurgler, 2007).

Litimi et al. (2016) menemukan bahwa sentimen investor secara aktif berkontribusi terhadap peningkatan intensitas *herding* di beberapa sektor, khususnya selama periode gelembung finansial dan krisis. Selain itu, penelitian lain juga menegaskan bahwa sentimen pasar secara keseluruhan berperan penting dalam memengaruhi perilaku *herding*, yang menunjukkan adanya hubungan signifikan antara kedua faktor tersebut (Jlassi & Naoui, 2015).

Wu et al. (2023) menemukan koefisien negatif yang mengindikasikan potensi sentimen memberikan efek negatif pada perilaku *herding*. Metawa et al. (2019) juga menemukan bahwa pergeseran sentimen berkorelasi negatif dengan volatilitas pasar, yang menunjukkan bahwa pergeseran negatif dalam sentimen dapat

berkontribusi pada peningkatan perilaku *herding* selama periode volatilitas pasar. Mezghani et al. (2021) melaporkan bahwa sentimen investor yang pesimis memiliki dampak negatif pada sektor-sektor tertentu, yang mengindikasikan adanya potensi sentimen negatif yang mendorong perilaku *herding* pada sektor-sektor tersebut. Selain itu, Blasco et al. (2011) menyoroti hubungan antara sentimen pasar dan perilaku imitasi investor, menunjukkan bahwa sentimen negatif dapat menyebabkan *herding* karena investor individu bereaksi terhadap kondisi pasar.

Iyer & Harper (2017) menemukan hubungan negatif antara sentimen investor dan imbal hasil perusahaan berisiko, yang bertentangan dengan penelitian-penelitian sebelumnya. Hal ini menunjukkan bahwa sentimen negatif yang meningkat di kalangan investor dapat menyebabkan peningkatan perilaku *herding*, terutama terkait aset berisiko. Selain itu, Liu (2015) menyoroti korelasi negatif antara sentimen investor dan pasar saham, yang mengindikasikan adanya potensi sentimen negatif yang dapat mempengaruhi perilaku *herding* di pasar saham.

Temuan ini menjadi semakin menarik ketika dikaitkan dengan pola perilaku investor dalam menghadapi saham *growth*. Pada jenis saham ini, perilaku *herding* cenderung lebih kuat, terutama ketika pasar menunjukkan volatilitas tinggi atau sedang dalam fase kenaikan. Saham *growth* kerap menarik perhatian investor institusional, seperti yang terlihat di pasar saham Tiongkok, di mana efek *herding* lebih bertahan lama pada saham berkapitalisasi kecil dan berorientasi pertumbuhan dibandingkan dengan saham berkapitalisasi besar atau berorientasi nilai (Zheng et al., 2015).

Sebaliknya, pada saham *value*, perilaku *herding* juga dapat terjadi, meskipun umumnya berlangsung lebih singkat dan dengan intensitas yang lebih rendah. Perilaku *herding* pada saham *value* cenderung lebih responsif terhadap indikator fundamental, sehingga sering kali muncul selama periode penurunan pasar atau saat terjadi krisis, ketika investor cenderung mengalihkan dananya ke aset yang dianggap lebih stabil (Wermers, 1998).

Dalam kondisi krisis keuangan, perilaku *herding* tidak hanya terjadi pada saham *value* tetapi juga pada saham *growth*. Pada situasi ini, investor biasanya bergerak secara kolektif menuju saham yang dianggap lebih aman yang umumnya

Rengga Madya Pranata, 2025

**STUDI MODERASI KATEGORI SAHAM PADA PENGARUH SENTIMENT INVESTOR TERHADAP
HERDING YANG DI MODERASI KEMBALI OLEH VOLATILITAS DAN KAPITALISASI PASAR**
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

merupakan saham *value* atau justru memilih keluar dari saham yang lebih volatil, seperti saham *growth*. Pergeseran perilaku secara massal ini, pada akhirnya, memperburuk fluktuasi harga dan meningkatkan ketidakstabilan pasar secara keseluruhan (Yao et al., 2014).

Perilaku *herding* turut memperkuat dinamika pergerakan saham *growth* dan *value*, terutama saat terjadi ketidakpastian di pasar. Saham *growth* dengan potensi imbal hasil tinggi cenderung menarik perhatian lebih besar selama periode optimisme pasar, sementara pada saat penurunan pasar, arus investasi lebih banyak mengalir ke saham *value* yang dianggap lebih stabil dan memiliki fundamental yang kuat (Nofsinger & Sias, 1999).

Di pasar saham Tiongkok, misalnya, kecenderungan *herding* lebih sering terjadi pada saham *value*, khususnya yang memiliki kapitalisasi besar dan tingkat likuiditas tinggi. Perilaku ini biasanya bersifat sementara, yang menunjukkan bahwa saham *value* dipandang sebagai pilihan investasi yang lebih aman selama ketidakstabilan pasar, berbeda dengan saham *growth* yang cenderung lebih spekulatif dan sensitif terhadap sentimen pasar (Zheng et al., 2015).

Pada pasar dengan mekanisme *dual-listed*, seperti A-share dan B-share di Tiongkok, perilaku *herding* pada saham *growth* cenderung kuat dalam berbagai kondisi pasar, terutama ketika pasar sedang mengalami tren kenaikan. Perilaku ini terlihat lebih menonjol di pasar A-share, yang didominasi oleh investor domestik, menunjukkan adanya sensitivitas tinggi terhadap optimisme pasar dan tingkat volatilitas pada saham *growth* (Tan et al., 2008).

Sementara itu, di pasar maju seperti Amerika Serikat, Inggris, dan Jerman, perilaku *herding* pada saham *growth* juga dipengaruhi secara signifikan oleh ketidakpastian pasar, khususnya selama periode volatilitas tinggi. Saham *growth*, yang dikenal lebih berisiko dibandingkan saham *value*, cenderung menarik lebih banyak tindakan kolektif saat pasar menjadi tidak stabil. Dalam situasi seperti ini, investor cenderung menyesuaikan keputusan mereka dengan perilaku mayoritas, karena adanya persepsi bahwa mengikuti arus kolektif adalah langkah yang lebih aman di tengah ketidakpastian (Economou et al., 2018).

Pada saham *growth*, volatilitas tinggi sering terjadi karena tantangan dalam memprediksi pendapatan dan laju pertumbuhan masa depan, terutama di sektor-sektor yang cepat berubah seperti teknologi atau bioteknologi. Volatilitas ini menyulitkan metode penilaian tradisional, namun juga membuka potensi perubahan harga yang cepat berdasarkan kondisi pasar dan sentimen investor. Kapitalisasi pasar turut mempengaruhi, di mana saham *growth* berkapitalisasi kecil biasanya mengalami volatilitas yang lebih besar dibandingkan saham *growth* berkapitalisasi besar, karena persepsi terhadap potensi pertumbuhan yang tinggi dan kendala likuiditas yang lebih besar (Kou, 2001; Bauman et al., 1998).

Sementara itu, saham *value* umumnya memiliki volatilitas lebih rendah daripada saham *growth*, tetapi sering kali dianggap lebih berisiko selama periode volatilitas tinggi atau resesi ekonomi. Risiko yang lebih tinggi pada saham *value* dalam kondisi pasar yang menurun tercermin dalam tingginya tingkat pengembalian yang diharapkan, atau sering disebut "*value premium*." Pola ini menunjukkan bahwa meskipun saham *value* dapat berfungsi sebagai investasi yang lebih stabil, mereka tetap rentan terhadap dampak harga yang signifikan selama ketidakstabilan ekonomi. Selama periode resesi, saham *value* cenderung menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan saham *growth*, mengindikasikan bahwa investor mungkin melihat saham *growth* sebagai pilihan lindung nilai yang lebih aman dalam resesi, sejalan dengan efek "*flight-to-quality*" di mana investor mengutamakan stabilitas (Black & McMillan, 2006; Arisoy, 2010).

Dalam lingkungan pasar yang lebih volatil, saham *value* sering kali mengungguli saham *growth* karena daya tariknya sebagai aset yang lebih stabil. Pola ini mencerminkan hubungan antara volatilitas dan pengembalian yang diharapkan, di mana saham *growth* lebih rentan terhadap fluktuasi harga yang digerakkan oleh volatilitas, sementara saham *value* menawarkan pengembalian yang lebih stabil terutama dalam masa-masa ketidakpastian (Li et al., 2009).

Di pasar internasional, nilai saham *value* cenderung mengungguli saham *growth* di hampir semua ukuran kapitalisasi, meskipun saham *growth* kadang-kadang dapat melampaui saham *value* dalam kinerja jangka pendek. Efek ukuran

perusahaan juga menunjukkan bahwa perusahaan kecil, terutama dalam kategori *growth*, menunjukkan pengembalian yang disesuaikan dengan risiko yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar. Efek ukuran ini telah berlangsung selama beberapa dekade, menunjukkan bahwa kapitalisasi yang lebih kecil secara inheren terhubung dengan risiko yang lebih besar serta potensi pengembalian yang lebih tinggi (Banz, 1981; Scott et al., 1998).

Glariotis (2015) herding lebih sering terjadi pada saham *growth*, yang cenderung lebih spekulatif dan dipengaruhi oleh sentimen pasar yang tinggi, terutama dalam kondisi pasar yang optimis. Sebaliknya, herding pada saham *value* cenderung lebih rendah karena saham ini lebih stabil dan didasarkan pada analisis fundamental yang lebih mendalam. Penelitian ini menunjukkan bahwa herding tidak hanya dipengaruhi oleh informasi pasar, tetapi juga oleh jenis saham yang dipilih oleh investor.

Fakta lain menunjukkan perilaku herding juga erat kaitannya dengan faktor-faktor seperti volatilitas perdagangan dan kapitalisasi pasar, yang bisa memengaruhi keputusan investasi dan menyebabkan orang bergerombol dalam strategi investasi yang mirip (Hariyanto, 2021). Dalam konteks reksa dana, para manajer sering kali terlibat dalam perilaku herding, terutama saat mereka berurusan dengan saham-saham besar atau saham-saham yang termasuk dalam indeks terkenal (Patro & Kanagaraj, 2012).

Dalam Studi menunjukkan bahwa herding terlihat jelas pada saham-saham kecil ini karena likuiditasnya yang relatif lebih rendah dan volatilitasnya lebih tinggi, yang membuatnya lebih rentan terhadap perilaku kerumunan karena para investor meniru satu sama lain untuk menavigasi risiko yang dirasakan atau memanfaatkan momentum. Misalnya, penelitian menunjukkan bahwa investor individu menunjukkan kecenderungan herding yang lebih kuat pada saham-saham berkapitalisasi kecil, terutama saat pasar bullish, sementara di pasar bearish, saham-saham berkapitalisasi lebih besar dapat terlihat lebih banyak melakukan herding (Hsieh et al., 2020).

Di pasar negara berkembang, seperti Indonesia, herding cenderung lebih terlihat selama kondisi pasar *bearish* dan di indeks yang menampilkan saham-

saham yang banyak diperdagangkan dan memiliki volatilitas tinggi (Adnan, 2023). Penelitian Fransiska et al. (2018) telah menunjukkan bahwa di pasar seperti Indonesia, herding sering terjadi pada saham-saham yang banyak diperdagangkan, seperti yang diamati pada indeks LQ45, di mana kapitalisasi pasar memainkan peran yang signifikan dalam mendorong herding dibandingkan dengan faktor-faktor lain seperti return pasar. Selain itu, analisis empiris di berbagai pasar, seperti Bursa Efek Trinidad dan Tobago, menyoroti bahwa perusahaan-perusahaan kecil lebih rentan terhadap perilaku herding, sebagian karena sensitivitas mereka terhadap likuiditas dan fluktuasi harga (Arjoon & Bhatnagar, 2017). Demikian pula, di Cina, herding menonjol di pasar saham A dan saham B, terutama dalam kondisi volatilitas tinggi dan di antara saham-saham yang lebih kecil, menunjukkan bahwa saham-saham ini lebih rentan terhadap perilaku kerumunan karena efisiensi informasi yang lebih rendah (Yao et al., 2014).

Pasar Tiongkok juga menunjukkan bahwa herding dapat bervariasi berdasarkan kondisi pasar, dengan bukti yang menunjukkan kecenderungan herding yang lebih kuat di pasar bullish, terutama di antara saham-saham yang lebih besar (Lee et al., 2013). Di pasar negara berkembang, saham-saham yang lebih kecil cenderung mengalami herding yang lebih kuat karena likuiditas yang terbatas, yang membuat mereka lebih rentan terhadap peniruan investor, seperti yang diamati selama peristiwa pasar yang signifikan seperti jatuhnya pasar saham Tiongkok pada tahun 2015 (Chen & Ru, 2021).

Di bursa saham Pakistan, perusahaan-perusahaan besar cenderung berkelompok selama kondisi pasar yang ekstrem, sedangkan perusahaan-perusahaan kecil lebih terpengaruh oleh tren spesifik industri daripada pasar secara keseluruhan, menggarisbawahi peran kapitalisasi dalam membentuk dinamika berkelompok (Shah et al., 2017). Industri reksa dana India juga menunjukkan adanya herding, terutama pada saham-saham berkapitalisasi besar, di mana investor institusional sering terlibat dalam perilaku berkelompok, terutama ketika mengakuisisi saham-saham terkenal (Patro & Kanagaraj, 2012).

Selain itu, studi dari pasar di Italia dan Malaysia menyoroti bahwa herding lebih mungkin terjadi dalam kondisi yang tidak stabil, dan perilaku seperti itu

Rengga Madya Pranata, 2025

STUDI MODERASI KATEGORI SAHAM PADA PENGARUH SENTIMENT INVESTOR TERHADAP HERDING YANG DI MODERASI KEMBALI OLEH VOLATILITAS DAN KAPITALISASI PASAR
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

diperburuk di negara berkembang, karena investor cenderung bergantung pada sentimen kelompok untuk menavigasi ketidakpastian pasar (Caparrelli et al., 2004); (Mand et al., 2021). Dalam konteks global, herding diamati di berbagai negara selama krisis, sering kali didorong oleh kekurangan likuiditas, terutama pada saham-saham berkapitalisasi besar, seperti yang terlihat pada respons investor global selama krisis keuangan (Galariotis et al., 2016).

Selain kapitalisasi pasar, volatilitas pasar memainkan peran penting dalam membentuk perilaku herding di pasar saham. Beberapa penelitian mengindikasikan bahwa herding cenderung menjadi lebih dominan selama periode volatilitas tinggi atau ketika pasar menghadapi tekanan (Hwang & Salmon, 2004). Selain itu, herding juga dapat menjadi pemicu volatilitas pasar dengan menyebabkan deviasi harga dari nilai-nilai fundamental, yang pada gilirannya memicu volatilitas yang berlebihan (Balcilar et al., 2014; Huang et al., 2015).

Dalam dinamika ini, terdapat hubungan timbal balik antara herding dan volatilitas pasar. Volatilitas pasar dapat mempengaruhi intensitas herding, sementara herding juga dapat memengaruhi volatilitas pasar. Efek herding juga dapat bervariasi tergantung pada kondisi volatilitas, seperti terlihat dalam penelitian oleh Holmes et al. (2013) yang menunjukkan bahwa herding yang disengaja cenderung lebih kuat selama periode volatilitas rendah. Hubungan antara perilaku herding dan volatilitas pasar merupakan aspek penting dalam memahami perilaku investor di pasar yang mengalami tekanan. Perilaku herding dapat memperburuk volatilitas pasar dengan memperkuat dampak sentimen investor dan tindakan kolektif terhadap harga aset, yang mengarah pada peningkatan tekanan dan ketidakstabilan pasar (Ahmad & Wu, 2022).

Herding behavior, yang menyebabkan deviasi harga dari nilai-nilai fundamental dan memicu volatilitas yang berlebihan yang menambah kompleksitas hubungan antara sentimen investor, herding, dan volatilitas pasar dampaknya terhadap arus kas masuk dan keluar dari pasar (BenSaïda, 2017). Herding behavior memperkuat ekspektasi pasar dan memperbesar volatilitas pasar, bahkan memicu ekspektasi pasar yang tidak rasional dan volatilitas yang lebih tinggi, seperti yang terungkap dalam penelitian Jlassi & Naoui (2015) yang menggunakan variabel

Rengga Madya Pranata, 2025

STUDI MODERASI KATEGORI SAHAM PADA PENGARUH SENTIMENT INVESTOR TERHADAP HERDING YANG DI MODERASI KEMBALI OLEH VOLATILITAS DAN KAPITALISASI PASAR
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

dummy untuk menangkap perilaku herding selama periode volatilitas pasar yang tinggi dan rendah. Perilaku investor yang cenderung mengikuti arus pasar dan mengabaikan informasi fundamental selama periode ketidakpastian atau volatilitas tinggi juga memainkan peran dalam dinamika volatilitas pasar (Baker & Wurgler, 2007). Korelasi negatif antara dispersi return pasar dan sentimen investor yang dikuadratkan menunjukkan bahwa herding dapat memberikan kontribusi pada peningkatan volatilitas pasar yang tersirat (Jlassi & Naoui, 2015).

Penelitian menunjukkan bahwa kapitalisasi pasar berhubungan erat dengan volatilitas saham, di mana saham berkapitalisasi besar cenderung memiliki volatilitas yang lebih rendah dibandingkan saham berkapitalisasi kecil. Misalnya, penelitian di Bursa Efek Tehran menunjukkan adanya mekanisme transmisi volatilitas antara saham berkapitalisasi kecil dan besar, di mana saham kecil menunjukkan pengaruh volatilitas yang lebih signifikan dibandingkan saham besar (Abbasian et al., 2008). Di pasar saham India, penelitian menunjukkan bahwa portofolio saham berkapitalisasi besar dengan volatilitas rendah memberikan rasio Sharpe lebih tinggi dibandingkan saham kecil, yang mencerminkan risiko lebih rendah pada saham berkapitalisasi besar (Peswani & Joshipura, 2019).

Selain itu, analisis di pasar AS menunjukkan bahwa tingginya volatilitas pada saham berkapitalisasi kecil lebih signifikan dibandingkan saham berkapitalisasi besar, mencerminkan sensitivitas yang lebih tinggi terhadap ketidakpastian pasar (Copeland & Copeland, 2016). Sementara itu, di Bursa Efek Shanghai, penelitian menunjukkan bahwa likuiditas dan volatilitas saham berkapitalisasi besar dan kecil merespons secara berbeda terhadap ketidakseimbangan pesanan harian, dengan volatilitas yang cenderung lebih tinggi pada saham kecil (Shan-cun, 2009).

Penelitian lain menunjukkan bahwa saham kecil cenderung mengalami volatilitas dan risiko penurunan harga yang lebih besar dalam periode krisis dibandingkan saham besar, karena eksposur yang lebih besar terhadap risiko pasar dan ketidakpastian (Bansal et al., 2016). Studi di Bursa Saham London menemukan bahwa volatilitas pada saham kecil dapat diprediksi oleh perubahan likuiditas pada saham besar, mengindikasikan bahwa informasi pasar besar sering kali

mempengaruhi saham kecil dengan keterlambatan (Andrikopoulos & Angelidis, 2008).

Studi di Bursa Saham Bombay menyimpulkan bahwa saham kecil dan menengah memiliki volatilitas dan risiko yang lebih tinggi dibandingkan saham besar, yang sering kali menjadi pilihan investor berisiko rendah untuk menghindari ketidakpastian pasar (Gajera et al., 2015). Studi lain menyoroti bahwa saham kecil lebih rentan terhadap kejadian risiko tinggi dan memiliki tingkat kematian perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan saham besar, mencerminkan risiko operasional yang lebih besar (Copeland et al., 2021).

Dalam konteks ini, kategori saham (*growth* dan *value*), volatilitas, dan kapitalisasi pasar memiliki peran penting dalam memoderasi pengaruh sentimen terhadap herding. Saham *growth* sering kali menarik perhatian investor saat volatilitas tinggi karena potensi pengembalian yang besar. Sebaliknya, saham *value* yang lebih stabil namun berisiko tinggi saat pasar tidak menentu dapat menyebabkan investor beralih ke aset yang lebih aman, menciptakan perilaku herding sebagai respons terhadap perubahan risiko yang dirasakan (Black & McMillan, 2006; Arisoy, 2010). Selain itu, kapitalisasi pasar menunjukkan dampak yang berbeda terhadap herding, di mana saham berkapitalisasi kecil lebih rentan terhadap perilaku kolektif dibandingkan saham besar karena likuiditas yang lebih rendah dan sensitivitas yang lebih tinggi terhadap volatilitas pasar (Hsieh et al., 2020). Pengaruh volatilitas dan kapitalisasi pasar sebagai moderator dalam hubungan antara sentimen dan herding belum banyak diteliti di pasar Indonesia, meskipun penelitian di pasar negara berkembang menunjukkan bahwa kondisi volatilitas tinggi cenderung memperkuat herding di saham kecil (Fransiska et al., 2018; Arjoon & Bhatnagar, 2017).

Meskipun fenomena *herding* telah banyak dikaji dalam literatur behavioral finance, sebagian besar studi terdahulu lebih berfokus pada hubungan langsung antara sentimen investor dan kecenderungan untuk mengikuti arus pasar secara kolektif (Baker & Wurgler, 2007; Nofsinger & Sias, 1999; Litimi et al., 2016). Pendekatan tersebut belum sepenuhnya merepresentasikan dinamika yang kompleks di pasar negara berkembang seperti Indonesia, di mana keputusan

Rengga Madya Pranata, 2025

STUDI MODERASI KATEGORI SAHAM PADA PENGARUH SENTIMENT INVESTOR TERHADAP HERDING YANG DI MODERASI KEMBALI OLEH VOLATILITAS DAN KAPITALISASI PASAR
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

investasi tidak hanya didorong oleh sentimen, tetapi juga sangat dipengaruhi oleh karakteristik saham dan kondisi pasar yang terus berubah (Fransiska et al., 2018; Arjoon & Bhatnagar, 2017).

Dalam konteks tersebut, penelitian ini memandang bahwa perilaku *herding* tidak bisa dijelaskan hanya dari sisi sentimen semata, tetapi perlu dilihat sebagai respons investor terhadap kombinasi tekanan psikologis dan struktur pasar yang melingkupi proses pengambilan keputusan. Penelitian ini secara khusus menyoroti bagaimana kategori saham (growth vs. value) dan kondisi pasar seperti volatilitas serta kapitalisasi pasar turut memengaruhi kecenderungan investor untuk bertindak secara kolektif. Dengan demikian, *herding* dipahami sebagai fenomena yang bersifat situasional dan kontekstual, bukan reaksi otomatis terhadap perubahan sentimen.

Kerangka berpikir semacam ini masih jarang ditemukan dalam studi-studi terdahulu, khususnya di pasar Indonesia. Beberapa penelitian memang menunjukkan bahwa karakteristik saham tertentu lebih rentan terhadap sentimen atau *herding* dalam kondisi pasar tertentu (Zheng et al., 2015; Yao et al., 2014; Glariotis, 2015), namun belum ada yang secara eksplisit menempatkan interaksi antara sentimen, karakteristik saham, dan kondisi pasar sebagai bagian dari pemahaman menyeluruh terhadap fenomena *herding*.

Melalui pendekatan tersebut, penelitian ini menawarkan cara pandang baru terhadap perilaku *herding* investor, yaitu sebagai respons yang terbentuk dari dinamika antara aspek psikologis dan struktur pasar. Pemahaman ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada pengembangan literatur behavioral finance, khususnya dalam menjelaskan bagaimana dan dalam kondisi apa sentimen dapat mendorong perilaku kolektif yang tidak rasional, terutama di pasar negara berkembang yang sarat dengan ketidakpastian dan dominasi investor ritel

1.2 Rumusan Masalah

Dari pemaparan latar belakang sebelumnya, maka rumusan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana gambaran herding, sentimen investor, kategori saham, volatilitas dan kapitalisasi pasar?
2. Apakah terdapat efek moderasi kategori saham terhadap pengaruh efek sentiment investor terhadap herding di pasar modal Indonesia?
3. Apakah terdapat efek moderasi kategori saham terhadap pengaruh efek sentiment investor terhadap herding yang dimoderasi kembali oleh volatilitas di pasar modal Indonesia?
4. Apakah terdapat efek moderasi kategori saham terhadap pengaruh efek sentiment investor terhadap herding yang dimoderasi kembali oleh kapitalisasi pasar di pasar modal Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Dari pemaparan pada latar belakang sebelumnya, maka tujuan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui gambaran herding, sentimen investor, kategori saham, volatilitas dan kapitalisasi pasar.
2. Untuk mengetahui efek moderasi kategori saham terhadap pengaruh efek sentiment investor terhadap herding di pasar modal Indonesia.
3. Untuk mengetahui efek moderasi kategori saham terhadap pengaruh efek sentiment investor terhadap herding yang dimoderasi kembali oleh volatilitas di pasar modal Indonesia.
4. Untuk mengetahui efek moderasi kategori saham terhadap pengaruh efek sentiment investor terhadap herding yang dimoderasi kembali oleh kapitalisasi pasar di pasar modal Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat secara praktis dan teoritis yaitu berupa:

1. Manfaat Praktis

Penelitian ini memberikan kontribusi teoretis terhadap pengembangan ilmu manajemen keuangan, khususnya dalam ranah behavioral finance, dengan mengisi kekosongan literatur terkait mekanisme pengaruh sentimen investor terhadap herding behavior dalam kerangka moderated moderation. Model yang diajukan menggabungkan variabel psikologis (sentimen investor) dengan karakteristik saham (kategori saham) dan kondisi pasar (volatilitas dan kapitalisasi pasar), sehingga menghasilkan pendekatan yang lebih holistik dalam memahami perilaku irasional investor.

Kontribusi ini penting karena sebagian besar studi terdahulu hanya meneliti pengaruh langsung atau moderasi tunggal, tanpa mempertimbangkan interaksi kompleks antar moderator. Selain itu, penelitian ini juga memperluas cakupan kajian behavioral finance ke dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia, yang ditandai oleh tingginya dominasi investor ritel dan volatilitas sentimen pasar.

Secara metodologis, model yang dikembangkan dapat menjadi dasar bagi penelitian selanjutnya, terutama untuk pengembangan analisis berbasis big data dari media sosial, guna menangkap dimensi sentimen investor secara lebih real-time dan masif. Dengan demikian, penelitian ini memberikan pijakan konseptual dan teknis bagi literatur behavioral finance berbasis data pasar dan data digital.

2. Manfaat Teoritis

Dari sisi praktis, hasil penelitian ini memiliki relevansi strategis bagi para pemangku kepentingan di pasar modal. Bagi investor, baik ritel maupun institusional, temuan ini dapat digunakan untuk meningkatkan ketajaman analisis dalam menilai risiko psikologis pasar, khususnya terkait kecenderungan herding yang seringkali muncul dalam situasi sentimen ekstrem. Investor dapat lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan pada saham-saham tertentu (misalnya saham growth berkapitalisasi kecil dan volatil tinggi) yang cenderung lebih rentan terhadap pengaruh sentimen kolektif.

Rengga Madya Pranata, 2025

STUDI MODERASI KATEGORI SAHAM PADA PENGARUH SENTIMENT INVESTOR TERHADAP HERDING YANG DI MODERASI KEMBALI OLEH VOLATILITAS DAN KAPITALISASI PASAR
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Bagi otoritas pasar seperti OJK dan BEI, penelitian ini memberikan masukan penting dalam mengembangkan sistem deteksi dini (early warning system) terhadap anomali pasar akibat perilaku herding, serta dapat menjadi dasar dalam menyusun strategi edukasi keuangan berbasis segmentasi saham dan perilaku investor. Selain itu, hasil penelitian ini juga bermanfaat bagi manajer investasi dalam menyusun portofolio berbasis analisis sentimen dan struktur pasar.

Secara umum, penelitian ini memperkuat pemahaman tentang bagaimana mengelola dan memitigasi efek negatif herding dalam rangka menciptakan pasar yang lebih efisien dan stabil.