

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Paradigma ilmu keuangan tradisional berusaha untuk memahami pasar keuangan dengan asumsi bahwa pelaku pasar keuangan dinilai rasional. Sayangnya beberapa waktu kemudian ditemukan fakta bahwa pasar modal agregat, rata-rata tingkat pengembalian, dan tingkah laku pelaku trading tidak sejalan dengan asumsi tersebut. Keuangan keperilakuan merupakan pendekatan baru yang berkembang sebagai respon atas masalah tersebut. Ilmu ini menyatakan bahwa fenomena keuangan dapat lebih mudah dipahami apabila beberapa pelaku pasar berlaku tidak sepenuhnya rasional (Barberis & Thaler, 2005).

Menurut Barberis dan Thaler (2005) ilmu keuangan keperilakuan mulai berkembang secara formal pada tahun 1980. Salah satu tulisan awal yang membahas tentang ilmu keuangan keperilakuan adalah karya De Bondt dan Thaler (1985), yang melakukan penelitian psikologi eksperimental yang membantah aturan Bayes. Penelitian ini menyatakan bahwa sebagian besar individu cenderung bereaksi secara berlebih (*overreact*) atas peristiwa atau berita yang tidak terduga dan dramatis. Perilaku tersebut ternyata mempengaruhi harga saham, dan secara empiris dibuktikan bahwa tingkat pengembalian bulanan sejalan dengan hipotesis reaksi berlebih (Barberis & Thaler, 2005). Bondt dan Thaler (1985) membuktikan adanya anomali dalam pasar modal (M De Bondt et al., 1985). Sejak saat itu penelitian tersebut dijadikan dasar dan acuan dari cara berfikir baru dalam memandang tingkah laku investor di pasar modal. Penelitian selanjutnya tentang keuangan keperilakuan berhubungan dengan adanya batasan dalam arbitrase. Sebelumnya para ahli berpendapat bahwa hipotesis terjadi efisiensi di pasar adalah benar mengingat adanya tekanan dari arbitrase. Namun ternyata arbitrase memiliki limit atau batasan sehingga memungkinkan terjadinya kesalahan harga (De Long et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1997). Daniel Kahneman dan Amos Tversky (1998) menambahkan pengaruh psikologi kognitif yang mampu melengkapi temuan empiris yang telah dilakukan sebelumnya. Pelaku pasar tidak selalu bertingkah laku rasional atau dikenal memiliki keterbatasan rasional (*bounded rationality*),

Kahneman dan Tversky (1998) membangun model formal dari perilaku yang tidak rasional dan dikenal dengan prospek teori (Kahneman & Tversky, 1998). Setelahnya banyak berkembang bentuk model teoritis mengenai pasar uang yang dipengaruhi oleh pelaku yang kurang rasional. Model-model tersebut melonggarkan asumsi rasionalitas individu dalam proses pembentukan keyakinan maupun proses pengambilan keputusan. Model tersebut memasukkan unsur psikologi yang dinilai sejalan dengan penetapan harga aset. Penelitian terbaru yang berhubungan dengan keuangan keperilakuan berhubungan dengan perilaku investor individu. Peneliti meneliti bagaimana investor individu baik yang amatir maupun profesional menentukan pilihan atas portfolio investasi mereka. Salah satu peneliti yang aktif dalam meneliti tentang perilaku investor individu adalah Barber dan Odean (Barber & Odean, 2002, 2005, 2013).

Tingkah laku yang tidak rasional menyebabkan munculnya sentimen investor di pasar modal. Sentimen investor berhubungan dengan kepercayaan investor yang dikaitkan dengan nilai cashflow dan tingkat resiko dimasa yang akan datang, dimana kepercayaan tersebut dibenarkan tanpa analisa mendasar atas fakta yang ada (M. Baker & Wurgler, 2007). Sentimen investor dalam menentukan harga aset di pasar modal dipengaruhi oleh tiga model perilaku utama, yaitu model perilaku berdasarkan kepercayaan, model perilaku berdasarkan preferensi, dan model perilaku berdasarkan generalisasi penetapan harga asset (*Generalized Behavioral Asset Pricing*) (Szyszka, 2010).

Model perilaku berdasarkan kepercayaan, pertama diutarakan oleh Barberis, Sheifer, dan Vishny (1998). Menurut mereka tingkah laku investor mengacu kepada dua pola. Pola pertama menyatakan bahwa investor percaya bahwa tiap nilai perusahaan memiliki kecenderungan untuk berfluktuasi pada nilai rata-rata tertentu. Pola kedua bertentangan dengan pola pertama, investor percaya bahwa keutungan perusahaan memiliki tren tertentu yang berkelanjutan (Barberis et al., 1998). Daniel, Hirshleifer, dan Subharmayan (1998) mengajukan model perilaku (model DHS) yang mirip dengan model perilaku Barberis, Sheifer, dan Vishny yang menyatakan bahwa investor beraksi secara berlebih (*overreact*) pada sebuah sinyal informasi yang signifikan dan serupa dengan kondisi yang ada

sebelumnya, dan kurang beraksi (*underreact*) pada informasi baru yang berbeda dan bertentangan dengan kondisi sebelumnya. Model Hong dan Stein (1999) melengkapi model dari Barberish et al. (1998) dan Daniel et al. (1998), dalam modelnya Hong dan Stein mengkategorikan investor sebagai investor yang prilakunya bedasarkan pada *fundamental analysis* dan investor yang tergolong *momentum trader* (Hong & Stein, 1999).

Model perilaku investor berdasarkan preferensi digolongkan menjadi tiga oleh Barberis, Nicholas, Huang, dan Santos (2001). Barberis et al. (2001) memperkenalkan model perubahan tingkah laku atas resiko (*shifting risk attitude*) yang berdasar atas tiga perilaku (Barberis et al., 2001). Model perilaku investor berdasarkan preferensi yang kedua adalah model probabilitas terjadinya kesalahan persepsi (*probability misperception model*) yang ditawarkan oleh Dacey, Raymond, dan Zielonka (2008). Menurut Dacey et al. (2008) investor membuat dua tipe kesalahan saat mereka mengejar utilitas maksimum yang subjektif (Dacey & Zielonka, 2008). Model perilaku investor terakhir yang dipaparkan oleh Adam Szyszka (2010) adalah model generalisasi tingkah laku dari penetapan harga (*Generalized Behavioral Asset Pricing Model*). Dalam model ini investor menggunakan metode *asset pricing* untuk memprediksi nilai dari assetnya (Szyszka, 2010).

Herding merupakan salah satu bias keperilakuan yang mampu mempengaruhi keputusan investasi dari investor individu maupun institusi (Kumar & Goyal, 2015). *Herding* secara umum dapat didefinisikan sebagai pola tingkah laku yang saling berkaitan dari investor, yang mengakibatkan investor membeli saham yang serupa akibat dari informasi yang bersifat independent dan umum (Devenow & Welch, 1996). Secara spesifik *herding* dapat didefinisikan sebagai kemampuan untuk menggiring pengambilan keputusan yang sub-optimal dan sistematis dari sebagian besar populasi investor sehingga mampu menciptakan gelembung dan hiruk pikuk di pasar modal (Sibande et al., 2021). Karenanya, perilaku *herding* mampu menciptakan kerentanan dalam sistem keuangan dan mampu meningkatkan volatilitas di pasar modal (Bikhchandani & Sharma, 2000).

Investor individu dinilai lebih mudah terpapar perilaku *herding* dibandingkan investor institusi (Y. T. Lee et al., 2004). Perilaku *herding* diperuntukkan untuk investor yang mulai berlaku tidak rasional atau irrasional karena mereka mengikuti penilaian pihak lain saat membuat keputusan (Kumar & Goyal, 2015). Investor individu mudah terbias oleh *herding* karena mereka mengikuti perilaku dari sebuah grup yang besar atau *noise trader*. Pelaku investasi kadang juga berlaku *herding* dikarenakan pengalaman dan keputusan mereka sebelumnya. Mereka juga berlaku *herding* dengan cara mengimitasi orang lain untuk melindungi reputasinya (Kumar & Goyal, 2015).

Perilaku *herding* adalah perilaku yang manusiawi. Sebagian besar manusia memiliki kecenderungan berperilaku *herding*. Mereka membawa perilaku tersebut baik saat melakukan konsumsi maupun investasi. Ketakutan akan mendapatkan kerugian atas sebuah investasi akan mendorong insting manusia untuk mengikuti informasi yang disampaikan oleh berita dan investor lain, walaupun langkah tersebut belum tentu benar. Saat seorang individu melakukan langkah yang berbeda dengan kumpulan individu, secara insting, individu tersebut akan merasa tidak tenang karena memiliki pemikiran yang berbeda. Insting ini sering kali menyebabkan terjadinya penggelembungan asset dan kehacuran dari pasar keuangan (Jiang et al., 2010; Sibande et al., 2021).

Hubungan antara sentimen investor dengan perilaku *herding*, secara umum dapat bersifat dua arah. Sentimen investor dapat mempengaruhi perilaku *herding*, begitu pula sebaliknya, perilaku *herding* dapat mempengaruhi sentimen investor. Sentimen positif dan negatif yang kuat dipasar dapat menyebabkan investor mengikuti arus tanpa melakukan analisis fundamental yang mendalam (Akin & Akin, 2024). Optimisme positif atau *bullish sentiment* dapat mendorong investor untuk membeli saham. Dan pesimisme investor atau *bearish sentiment* dapat mendorong penjualan saham (Clarke & Statman, 1998). Dalam kasus ini sentimen investor menjadi pemicu terjadinya perilaku *herding* di pasar (Hudson et al., 2020).

Perilaku *herding* dari individu juga mampu menciptakan sentimen investor. Kelompok individu yang terpapar *herding* akan mengambil keputusan dengan berdasar pada informasi yang diterimanya tanpa melakukan analisa fundamental

yang mendalam. Keputusan kelompok individu tersebut dapat mendorong terjadinya sentimen investor. Mereka secara sadar maupun tidak sadar akan mendorong individu lainnya untuk berperilaku sama. Sikap optimis dapat mendorong terjadinya *bullish sentiment* dipasar dan sikap pesimis dapat mendorong terjadinya *bearish sentiment* dipasar (Bathia & Bredin, 2013; Blasco et al., 2018; Da et al., 2015; García, 2013; Gavriilidis et al., 2016; T. L. Liao et al., 2011; Sibande et al., 2021).

Ada tiga sumber informasi yang dinilai relevan dan biasa dimanfaatkan oleh investor individu untuk mengambil keputusan investasi. Yang pertama adalah laporan keuangan yang dikeluarkan perusahaan dan telah diaudit oleh lembaga independen. Yang kedua, adalah informasi berkaitan dengan harga saham dan tingkat pengembalian yang disebarluaskan oleh bursa efek. Dan yang ketiga adalah berita yang meliput perusahaan dan kegiatannya (Mohanram, 2020). Beberapa waktu belakangan ini, perkembangan teknologi telah merubah cara informasi digeneralisasikan, ditransmisikan, dan diproses. Revolusi *channel* informasi akibat teknologi menjadikan *peer to peer sharing* di media sosial menjadi salah satu sumber informasi baru bagi para investor.

Kemajuan teknologi informasi dan kemunculan media sosial menyebabkan investor memiliki pilihan lain untuk mendapatkan sumber informasi. Sebelumnya informasi yang dimiliki oleh investor individu sangat terbatas. Dengan adanya media sosial, individu dapat saling berbagi informasi sehingga cakupan informasi yang diterima menjadi lebih luas.

Media sosial memberi pengaruh yang signifikan kepada sentimen investor dan perilaku *herding* di pasar keuangan. Informasi yang dibagikan di media sosial baik berupa opini, analisi, maupun berita, seringkali dinilai relevan dan baru. Informasi tersebut mendorong investor untuk mengambil keputusan berkaitan dengan arus kas masa depannya tanpa berdasar pada analisa yang fundamental, sehingga menciptakan sentimen investor. Beberapa penelitian bahkan memanfaatkan pesan dari media sosial tersebut untuk memprediksi terjadinya sentimen investor. Mereka membandingkan jumlah informasi optimis (*bullish*) dan pesimis (*bearish*) untuk membentuk indeks yang selanjutnya digunakan untuk

memprediksi sentimen. Beberapa penelitian membuktikan bahwa media sosial ternyata juga mampu mempengaruhi sentimen investor di pasar modal (Fariska et al., 2021; FARISKA et al., 2021; R. Gupta & Chen, 2020; Sprenger, Tumasjan, et al., 2014). Informasi dari media sosial tersebut juga mampu menjadi katalis bagi perilaku *herding* di pasar keuangan. Interaksi di media sosial dapat memperkuat keyakinan dan mendorong investor untuk mengikuti trend yang sedang berlangsung.

Salah satu sumber informasi yang dipercaya di media sosial adalah informasi dari beberapa pihak yang secara reguler memposting pesan di akun media sosial mereka (Trisno, 2023). Informasi yang mereka sajikan biasanya fokus pada suatu topik dan dipercaya oleh pengikutnya sehingga setiap postingan mereka mampu memberi dampak yang luas. Pihak tersebut dikenal sebagai *influencer*. Pasar saham juga memiliki *influencer*, yang disebut dengan *influencer* saham (Handranata et al., 2022). Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa pendapat para *influencer* saham ini mampu mempengaruhi pasar keuangan (Handranata et al., 2022; Trisno, 2023). Media sosial bahkan mampu mendorong *trader* untuk lebih aktif dalam melakukan perdagangan (R. Gupta & Chen, 2020).

Sumber informasi lainnya yang dapat didapatkan investor di media sosial berasal dari portal berita. Berita, terutama berita ekonomi dan moneter, mampu mendorong opini publik akan kondisi pasar keuangan saat ini. Berita tersebut dapat berupa berita yang positif sehingga mendorong perdagangan saham maupun berita negatif yang dapat mendorong investor menahan pembelian saham.

Postingan para pelaku pasar di media sosial dapat mengindikasikan kondisi pasar. Banyaknya postingan negatif mengakibatkan masyarakat akan menahan pembelian. Kondisi ini juga dikenal dengan nama *market stress*. Saat pasar dalam keadaan tertekan investor merasakan ketidakpastian yang mendorong investor untuk bereaksi negatif dan mengikuti perilaku investor lainnya (Blasco et al., 2018; Sibande et al., 2021). Tekanan pada pasar (*market stress*) ternyata mampu menjadi katalis perilaku *herding* di pasar keuangan.

Namun keputusan investor untuk memilih, membeli, atau menjual suatu aset bergantung pada tingkat kesepakatan investor atas informasi yang diterima. Saat

investor tidak sepakat, investor akan menjual atau membeli aset yang berbeda. Kesepakatan dan ketidaksepakatan investor dapat diindikasikan dari pesan media sosial seperti *microblogging* Twitter (Sprenger, Tumasjan, et al., 2014).

Penelitian ini berfokus pada fenomena *herding* di pasar saham Indonesia yang dipengaruhi oleh sentimen investor. *Herding* terjadi ketika investor membuat keputusan berdasarkan informasi kolektif, bukan analisis fundamental, yang dapat memicu volatilitas pasar. Dalam penelitian ini, hubungan tersebut dimoderasi oleh berita ekonomi dan moneter (Bar-Haim et al., 2011; Mohanram, 2020; Sprenger, Sandner, et al., 2014), pendapat *influencer* saham (Bar-Haim et al., 2011; Fariska et al., 2021; Tu et al., 2016), dan *market stress* (Blasco et al., 2018; Sibande et al., 2023), yang dimoderasi kembali oleh kesepakatan investor (Sprenger & Welpe, 2011). Keseluruhan hubungan tersebut mencerminkan faktor penting dalam pengambilan keputusan oleh investor di era digital. Variabel kesepakatan investor sebagai *moderated moderation* menawarkan wawasan baru tentang bagaimana pengaruh faktor-faktor tersebut dapat diperkuat atau dilemahkan.

Penelitian ini hadir untuk mengisi *gap* dalam literatur yang kurang memperhatikan peran variabel moderasi, seperti berita ekonomi dan moneter, pendapat *influencer* saham, dan *market stress*, serta peran variabel *moderated moderation* yaitu kesepakatan investor, terhadap hubungan antara sentimen investor dan *herding*. Penelitian sebelumnya masih jarang memanfaatkan data *real-time* dari media sosial untuk menggambarkan fenomena hubungan antara sentimen investor dan *herding* dalam pasar secara lebih akurat. Data media sosial juga dapat digunakan untuk memahami bagaimana variabel moderasi (berita ekonomi dan moneter, *influencer* saham, dan *market stress*) dan variabel *moderated moderation* (kesepakatan investor) mampu mempengaruhi hubungan tersebut. Penelitian ini ingin menunjukkan bahwa data yang ditarik dari media sosial merupakan data *valid* yang dapat digunakan untuk memahami perilaku investor di pasar modal. Dengan pendekatan ini, penelitian diharapkan dapat memberikan solusi inovatif dalam memahami dinamika di pasar saham Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Penelitian ini berusaha menemukan pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya perilaku *herding* di pasar modal yang dimoderasi oleh informasi yang berasal dari berita ekonomi dan moneter, *influencer* saham dan *market stress*. Dimana moderasi ketiga variabel tersebut dimoderasi kembali oleh kesepakatan investor. Menimbang hal tersebut, rumusan masalah dari penelitian ini adalah:

1. Bagaimana distribusi dan variasi data sentimen investor, *herding*, berita ekonomi dan moneter, *influencer* saham, *market stress*, serta kesepakatan investor, selama periode penelitian?
2. Bagaimana kesepakatan investor mampu memoderasi kembali moderasi berita ekonomi dan moneter atas pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya perilaku *herding* di pasar saham?
3. Bagaimana kesepakatan investor mampu memoderasi kembali moderasi *influencer* saham atas pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya perilaku *herding* di pasar saham?
4. Bagaimana kesepakatan investor mampu memoderasi kembali *market stress* atas pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya perilaku *herding* di pasar saham?

1.3 Tujuan Penelitian

Menimbang rumusan masalah yang ada, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Memaparkan distribusi dan variasi data sentimen investor, *herding*, berita ekonomi dan moneter, *influencer* saham, *market stress*, serta kesepakatan investor selama periode penelitian.
2. Menguji apakah kesepakatan investor mampu memoderasi kembali moderasi berita ekonomi dan moneter atas pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya *herding* di pasar modal.
3. Menguji apakah kesepakatan investor mampu memoderasi kembali moderasi *influencer* saham atas pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya *herding* di pasar modal.

4. Menguji apakah kesepakatan investor mampu memoderasi kembali moderasi *market stress* atas pengaruh sentimen investor terhadap terjadinya *herding* di pasar modal

1.4 Kegunaan Penelitian

Perubahan gaya hidup sosial masyarakat yang dipengaruhi teknologi membuka peluang bagi munculnya metode analisa baru. Media sosial saat ini telah menjadi salah satu wadah bagi masyarakat untuk saling berbagi informasi. Informasi yang terhimpun di media sosial dapat dimanfaatkan untuk menganalisa perilaku dari masyarakat secara keseluruhan. Dalam ilmu manajemen keuangan keperilakuan, data tersebut dapat digunakan untuk memahami perilaku individu dalam mengelola investasinya. Adapun kegunaan teoritis dari penelitian ini adalah:

1. Penelitian ini memperkaya teori keuangan keperilakuan. Penelitian ini mengkaji secara lebih mendalam bagaimana sentimen investor mempengaruhi terjadinya *herding*. Dalam penelitian ini juga dibahas bagaimana moderasi oleh berita ekonomi dan moneter, *influencer* saham, dan *market stress* yang dimoderasi kembali oleh kesepakatan investor mampu mempengaruhi hubungan tersebut.
2. Penelitian ini menunjukkan bahwa media sosial, khususnya Twitter, memiliki validitas sebagai sumber data dalam menganalisis dinamika perilaku investor di pasar modal.
3. Penelitian ini mengintegrasikan psikologi sosial dengan teori keuangan keperilakuan untuk memahami bagaimana bias psikologis dan opini mampu memengaruhi keputusan keuangan
4. Penelitian ini memperkenalkan konsep kesepakatan investor sebagai variabel submoderasi. Konsep ini memberikan dimensi baru dalam memahami bagaimana interaksi sosial dapat memperkuat atau melemahkan pengaruh variabel moderasi dan sub moderasi terhadap *herding*.

Adapun kegunaan praktis dari penelitian ini adalah:

1. Bagi regulator pasar modal, penelitian ini memberikan wawasan tentang bagaimana informasi yang tersebar di media sosial dapat memengaruhi

perilaku investor dan menyebabkan volatilitas yang tidak wajar. Dengan penelitian ini, regulator diharapkan dapat memantau penyebaran informasi di media sosial guna mengidentifikasi potensi risiko sistemik dan mengambil langkah mitigasi yang tepat.

2. Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai panduan dalam memahami bagaimana berbagai sentimen investor, informasi eksternal, seperti berita ekonomi dan moneter dan opini *influencer* saham, *market stress*, serta kesepakatan investor, mampu memengaruhi pasar saham. Dengan wawasan ini, investor dapat mewaspadai faktor *herding* dalam pengambilan keputusan investasi.
3. Bagi pelaku pasar modal, pelaku pasar modal dapat menggunakan hasil penelitian ini untuk memahami tren pasar, mengelola risiko, dan merancang strategi investasi dengan lebih baik.

1.5 Sistematika Penulisan Disertasi

Disertasi ini terdiri dari lima bab yang disusun secara sistematis untuk memberikan pemahaman yang komprehensif mengenai penelitian ini. Adapun sistematika penyusunannya adalah sebagai berikut:

- **Bab 1 Pendahuluan**, bab ini menjelaskan latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian baik secara teoritis maupun praktis, serta sistematika penyusunan disertasi.
- **Bab 2 Kajian Pustaka, Kerangka Pemikiran, dan Hipotesis**, bab ini menguraikan teori-teori yang relevan dengan penelitian, termasuk konsep keuangan keperilakuan, sentimen investor, *herding*, berita ekonomi dan moneter, *influencer* saham, *market stress*, dan kesepakatan investor. Selain itu, bab ini juga membahas penelitian terdahulu yang menjadi dasar dalam menciptakan kerangka pemikiran dan perumuskan hipotesis.
- **Bab 3 Metode Penelitian**, bab ini menjelaskan, subjek dan objek penelitian, jenisa dan metode penelitian, operasionalisasi variabel, sumber dan teknik pengumpulan data, serta desain dan metode penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian. Model analisis yang

digunakan dalam penelitian ini adalah model 3, *moderated moderation* dari Hayes dengan berbasis data harga saham dan media sosial.

- **Bab 4 Hasil Penelitian dan Pembahasan**, bab ini menyajikan hasil analisis data yang diperoleh dari penelitian, berupa analisis deskriptif, pengujian hipotesis, dan interpretasi hasil penelitian.
- **Bab 5 Kesimpulan, Implikasi dan Rekomendasi**, bab ini berisi kesimpulan dari hasil penelitian, implikasi teoretis dan praktis, serta rekomendasi untuk penelitian selanjutnya.