



OVERCONFIDENCE, HERDING BEHAVIOR, DAN PRINSIP SYARIAH : ANALISIS INTERDISIPLINER *BEHAVIORAL FINANCE* DALAM DINAMIKA PASAR MODAL SYARIAH

Muh. Syibawaih^{1*}, M. Zaidi², & M. Firdaus³

^{1,2,&3}Program Studi Magister Ekonomi Syariah, Pascasarjana, Universitas Islam Negeri
Mataram, Jalan Gajah Mada Nomor 100, Mataram, Nusa Tenggara Barat 83116,
Indonesia

*Email: muhammadsyibawaih@gmail.com

Submit: 26-10-2025; Revised: 02-11-2025; Accepted: 05-11-2025; Published: 31-01-2026

ABSTRAK: Penelitian ini bertujuan menganalisis secara interdisipliner pengaruh *overconfidence* dan *herding behavior* dalam dinamika pasar modal syariah, serta menelaah peran prinsip-prinsip syariah sebagai mekanisme moderasi terhadap bias perilaku investor. Studi ini menggunakan pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) dengan mengacu pada pedoman PRISMA untuk mengidentifikasi, menyeleksi, dan mensintesis artikel ilmiah bereputasi periode 2020–2025 yang relevan dengan tema *Islamic behavioral finance*. Hasil kajian menunjukkan bahwa *overconfidence* meningkatkan intensitas perdagangan dan eksposur risiko, sedangkan *herding behavior* memperkuat volatilitas jangka pendek dan konvergensi harga saham syariah, khususnya pada periode ketidakpastian pasar. Namun demikian, prinsip syariah, melalui mekanisme *screening*, larangan *riba* dan *gharar*, serta penguatan nilai etika seperti keadilan dan tanggung jawab, berperan sebagai variabel moderasi yang relatif mereduksi dampak destruktif bias tersebut. Temuan ini menegaskan bahwa pasar modal syariah tidak sepenuhnya imun terhadap distorsi perilaku, tetapi memiliki kerangka normatif-institusional yang dapat memperkuat disiplin pasar. Penelitian ini berkontribusi pada pengembangan *Islamic behavioral finance* dengan menawarkan integrasi perspektif psikologis dan normatif dalam menjelaskan perilaku investor Muslim serta implikasinya terhadap stabilitas dan efisiensi pasar modal syariah.

Kata Kunci: *Behavioral Finance, Herding Behavior, Overconfidence, Pasar Modal Syariah, Prinsip Syariah.*

ABSTRACT: This study aims to interdisciplinary analyze the influence of *overconfidence* and *herding behavior* on the dynamics of the Islamic capital market, as well as examine the role of sharia principles as a moderating mechanism against investor behavioral bias. This study uses a *Systematic Literature Review* (SLR) approach with reference to the PRISMA guidelines to identify, select, and synthesize reputable scientific articles for the 2020–2025 period relevant to the theme of *Islamic behavioral finance*. The results of the study indicate that *overconfidence* increases trading intensity and risk exposure, while *herding behavior* amplifies short-term volatility and convergence of Islamic stock prices, especially during periods of market uncertainty. However, sharia principles, through screening mechanisms, prohibitions on *riba* and *gharar*, and strengthening ethical values such as justice and responsibility, act as moderating variables that relatively reduce the destructive impact of these biases. These findings confirm that Islamic capital markets are not completely immune to behavioral distortions, but possess a normative-institutional framework that can strengthen market discipline. This research contributes to the development of *Islamic behavioral finance* by offering an integration of psychological and normative perspectives to explain Muslim investor behavior and its implications for the stability and efficiency of Islamic capital markets.

Keywords: *Behavioral Finance, Herding Behavior, Overconfidence, Islamic Capital Markets, Sharia Principles.*

How to Cite: Syibawaih, M., Zaidi, M., & Firdaus, M. (2026). *Overconfidence, Herding Behavior, dan Prinsip Syariah : Analisis Interdisipliner Behavioral Finance* dalam *Dinamika Pasar Modal Syariah*. *Panthera : Jurnal Ilmiah Pendidikan Sains dan Terapan*, 6(1), 587-600. <https://doi.org/10.36312/panthera.v6i1.1106>



PENDAHULUAN

Indonesia, sebagai salah satu kekuatan utama dalam ekosistem pasar modal syariah global, mengalami transformasi struktural yang signifikan, khususnya *pasca*-pandemi. Lonjakan jumlah investor ritel menjadi indikator perubahan pola partisipasi yang semakin inklusif dan digital. Generasi muda mendominasi pertumbuhan investor baru dengan karakteristik adaptif terhadap teknologi, responsif terhadap arus informasi *real-time*, serta memiliki kecenderungan melakukan transaksi aktif melalui *platform* digital (Ramadhianto *et al.*, 2025). Dinamika ini memperkaya struktur pasar, tetapi sekaligus meningkatkan kompleksitas perilaku investasi, termasuk potensi kemunculan bias perilaku yang dapat memengaruhi stabilitas dan efisiensi pasar.

Secara teoretis, paradigma pasar modal konvensional berakar pada asumsi rasionalitas penuh investor sebagaimana dirumuskan dalam *Efficient Market Hypothesis* (EMH), yang menegaskan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Namun, perkembangan literatur *behavioral finance* secara sistematis mengkritisi asumsi tersebut dengan menunjukkan bahwa keputusan investasi sering kali dipengaruhi oleh faktor psikologis, emosi, heuristik, dan bias kognitif (Umeaduma, 2024). Perspektif ini menempatkan manusia sebagai subjek yang *bounded rational*, sehingga perilaku pasar tidak sepenuhnya dapat dijelaskan melalui kalkulasi matematis semata.

Di antara berbagai bias perilaku yang diidentifikasi dalam literatur empiris, *overconfidence* dan *herding behavior* menempati posisi sentral. *Overconfidence* menggambarkan kecenderungan investor untuk melebihkan kemampuan analitis, akurasi informasi, serta kapasitas prediksi yang dimilikinya. Bias ini mendorong keyakinan berlebihan terhadap keputusan pribadi, peningkatan frekuensi perdagangan, serta kecenderungan underestimasi risiko. Penelitian mutakhir menunjukkan bahwa *overconfidence* memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dan toleransi risiko, khususnya di pasar berkembang dengan tingkat literasi keuangan yang beragam (Almansour *et al.*, 2025). Dalam konteks tertentu, bias ini berpotensi memicu *mispricing*, *overtrading*, serta volatilitas yang tidak mencerminkan fundamental.

Sedangkan *herding behavior* merujuk pada kecenderungan investor untuk mengikuti tindakan mayoritas atau tren pasar tanpa melakukan evaluasi independen secara memadai. *Herding* sering muncul dalam kondisi ketidakpastian, asimetri informasi, dan volatilitas tinggi, ketika individu cenderung mencari validasi sosial dalam pengambilan keputusan. Sejumlah studi lintas negara menunjukkan bahwa fenomena *herding* meningkat dalam periode tekanan ekonomi dan fluktuasi ekstrem (Chishti *et al.*, 2025). Bahkan, pendekatan berbasis *machine learning* di kawasan ASEAN mengonfirmasi adanya pola *herding* yang sistematis pada sektor saham tertentu, yang menunjukkan bahwa perilaku kolektif tersebut dapat teridentifikasi secara empiris melalui model prediktif (Rahmayanti *et al.*, 2023; Rammal *et al.*, 2025).



Dalam konteks Indonesia, temuan empiris mengindikasikan bahwa, baik *overconfidence* maupun *herding behavior* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham, termasuk pada segmen investor ritel (Nurastuti *et al.*, 2025). Literasi keuangan juga terbukti berfungsi sebagai variabel moderasi yang dapat memperlemah pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi (Wardhani & Nur, 2025). Hal ini menegaskan bahwa faktor kognitif dan psikologis memiliki kontribusi nyata dalam membentuk dinamika pasar domestik.

Meskipun demikian, sebagian besar kajian *behavioral finance* masih terfokus pada pasar konvensional dan belum mengintegrasikan secara eksplisit dimensi normatif Islam ke dalam kerangka analisisnya. Padahal, pasar modal syariah memiliki karakteristik fundamental yang membedakannya dari sistem konvensional, terutama terkait larangan riba, gharar, dan maysir, serta penekanan pada prinsip keadilan, transparansi, dan kemaslahatan. Prinsip-prinsip tersebut tidak hanya bersifat regulatif, tetapi juga normatif dan etis, yang secara teoretis dapat membentuk preferensi serta perilaku investor.

Kajian dalam ranah *Islamic finance* mulai menunjukkan bahwa nilai moral dan kepatuhan syariah dapat memengaruhi perilaku ekonomi. Penelitian pada sektor perbankan syariah di kawasan GCC menemukan bahwa *herding behavior* dapat dipengaruhi oleh kerangka moral ekonomi Islam, sehingga tidak sepenuhnya identik dengan *herding* spekulatif dalam sistem konvensional (Chaffai *et al.*, 2025). Temuan ini mengisyaratkan adanya interaksi antara bias psikologis universal dengan struktur nilai religius yang melekat pada sistem keuangan syariah.

Lebih lanjut, studi mengenai kepuasan investor saham syariah menegaskan bahwa kepatuhan terhadap prinsip syariah memiliki pengaruh signifikan, selain faktor *return* dan risiko (Abadi & Wicaksono, 2024). Dengan demikian, keputusan investasi pada instrumen syariah tidak semata-mata ditentukan oleh pertimbangan finansial, tetapi juga oleh dimensi keyakinan dan integritas moral. Integrasi dimensi ini membuka ruang analisis baru mengenai bagaimana norma religius dapat berperan sebagai mekanisme kontrol terhadap bias perilaku.

Pemetaan bibliometrik terbaru memperlihatkan bahwa integrasi antara *behavioral finance* dan *Islamic finance* masih berada pada tahap awal perkembangan dan belum terkonsolidasi secara teoritis (Rumysa & Islam, 2025). Penelitian Sattar *et al.* (2020) menelaah bias perilaku tanpa mempertimbangkan nilai syariah sebagai variabel kontekstual, sementara penelitian Zulkham *et al.* (2024) berfokus pada prinsip syariah tanpa menggali dinamika psikologis investor secara mendalam. Fragmentasi ini menunjukkan adanya celah penelitian yang relevan dan mendesak untuk diisi.

Secara normatif, prinsip syariah menekankan kehati-hatian (*prudence*), larangan spekulasi berlebihan, transparansi informasi, serta orientasi pada kemaslahatan kolektif. Nilai-nilai tersebut secara konseptual berpotensi menjadi mekanisme internal yang menekan kecenderungan *overconfidence* dan *herding* yang bersifat spekulatif (Din *et al.*, 2021; Fadhilah, 2023; Medhioub & Chaffai, 2019). Namun, hingga periode 2020-2025, hubungan konseptual antara bias perilaku dan internalisasi prinsip syariah masih jarang dikonstruksi dalam satu model analitis yang komprehensif. Oleh karena itu, diperlukan kerangka integratif yang mampu menjelaskan bagaimana dimensi kognitif, afektif, dan normatif.



Berdasarkan kondisi tersebut, artikel ini menawarkan sintesis konseptual yang mengintegrasikan teori *behavioral finance* dengan prinsip syariah sebagai variabel normatif moderasi. Pendekatan ini bersifat interdisipliner karena menggabungkan perspektif psikologi keuangan, ekonomi Islam, serta teori dinamika pasar modal dalam satu kerangka analitis terpadu. Dengan demikian, artikel ini berupaya membangun fondasi teoritis bagi pengembangan *Islamic behavioral finance* yang lebih sistematis dan kontekstual.

Secara konseptual, artikel ini berargumen bahwa *overconfidence* dan *herding behavior* tetap berpotensi muncul dalam pasar modal syariah karena bersumber dari karakteristik psikologis manusia yang universal. Namun demikian, tingkat intensitas, bentuk manifestasi, dan dampaknya terhadap volatilitas serta dinamika transaksi dapat berbeda apabila investor memiliki tingkat internalisasi prinsip syariah yang tinggi dan konsisten.

Permasalahan utama yang dirumuskan dalam artikel ini meliputi tiga aspek: pertama, sejauh mana *overconfidence* memengaruhi keputusan investasi dan intensitas transaksi dalam pasar modal syariah; kedua, bagaimana *herding behavior* terbentuk dan beroperasi dalam kerangka kepatuhan syariah; dan ketiga, apakah prinsip syariah berfungsi sebagai variabel moderasi yang mampu mereduksi pengaruh kedua bias tersebut terhadap volatilitas dan perilaku spekulatif.

Hipotesis konseptual yang diajukan menyatakan bahwa *overconfidence* dan *herding behavior* berpengaruh positif terhadap intensitas transaksi dan potensi volatilitas saham syariah, namun pengaruh tersebut cenderung melemah pada investor dengan tingkat internalisasi prinsip syariah yang lebih tinggi. Dengan kata lain, nilai-nilai syariah diposisikan sebagai mekanisme pengendali normatif yang dapat menstabilkan perilaku pasar.

Melalui pengembangan kerangka interdisipliner ini, artikel ini diharapkan memberikan kontribusi teoretis terhadap pengayaan literatur *Islamic behavioral finance* yang masih berkembang secara gradual. Implikasi praktisnya mencakup rekomendasi bagi regulator dan pelaku industri dalam merancang kebijakan edukasi, penguatan literasi syariah, serta strategi stabilisasi pasar yang mempertimbangkan dimensi psikologis investor. Pada akhirnya, tujuan utama artikel ini adalah membangun formulasi konseptual yang komprehensif mengenai interaksi antara *overconfidence*, *herding behavior*, dan prinsip syariah dalam dinamika pasar modal syariah, serta menyediakan kerangka teoretis yang kokoh sebagai dasar pengujian empiris lanjutan dalam bidang *Islamic behavioral finance*.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan *Systematic Literature Review* (SLR) untuk menganalisis secara komprehensif hubungan antara *overconfidence*, *herding behavior*, dan prinsip syariah dalam dinamika pasar modal syariah. SLR dipilih karena metode ini memungkinkan sintesis pengetahuan secara sistematis, transparan, dan replikatif dengan mengikuti protokol pencarian serta seleksi literatur yang terstruktur (Page *et al.*, 2021). Pendekatan ini relevan untuk mengidentifikasi perkembangan teori, menemukan celah penelitian (*research gap*), serta membangun model konseptual interdisipliner berbasis bukti empiris mutakhir (Lim *et al.*, 2022; Paul *et al.*, 2021).



Secara epistemologis, SLR berbeda dari traditional *literature review* karena menggunakan prosedur eksplisit dalam tahap identifikasi, penyaringan, evaluasi kualitas, dan sintesis artikel (Xiao & Watson, 2020). Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya merangkum literatur, tetapi juga melakukan evaluasi kritis terhadap temuan empiris dan konstruksi teoritis dalam rentang waktu tahun 2020-2025.

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kualitatif berbasis studi literatur sistematis dengan pendekatan konseptual-analitis. Fokus utama penelitian adalah membangun sintesis teoretis mengenai integrasi *behavioral finance* dan prinsip syariah. Desain penelitian mengikuti kerangka PRISMA 2020 (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) yang terdiri dari empat tahap utama.

Protokol dan Alur Penelitian

Proses SLR dalam penelitian ini mengadaptasi kerangka PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) yang terdiri atas empat tahap utama, yaitu: *identification*, *screening*, *eligibility*, dan *inclusion*. Model ini banyak digunakan dalam kajian keuangan dan ekonomi untuk memastikan transparansi serta akuntabilitas proses seleksi literatur. Tahapan penelitian dilakukan sebagai berikut:

Identifikasi (Identification)

Penelusuran literatur dilakukan melalui basis data akademik bereputasi seperti *Scopus*, *Web of Science*, *SpringerLink*, *ScienceDirect*, Taylor & Francis, SSRN, dan *Google Scholar*. Kata kunci yang digunakan meliputi: “*behavioral finance*”, “*overconfidence*”, “*herding behavior*”, “*Islamic capital market*”, “*Sharia stock market*”, dan “*Islamic moral economy*”. Penelusuran dibatasi pada publikasi tahun 2020-2025 dan artikel berbahasa Inggris atau bahasa Indonesia.

Penyaringan (Screening)

Artikel yang terduplikasi dihapus. Selanjutnya dilakukan penyaringan berdasarkan judul dan abstrak untuk memastikan relevansi dengan fokus penelitian, yaitu keterkaitan bias perilaku dan konteks pasar modal syariah.

Kelayakan (Eligibility)

Artikel yang lolos tahap penyaringan dianalisis secara penuh (*full-text review*) untuk memastikan: 1) memuat analisis *overconfidence* dan/atau *herding behavior*; 2) berkaitan dengan pasar modal atau sektor keuangan; dan 3) memiliki relevansi dengan *Islamic finance* atau dapat dikontekstualisasikan dalam kerangka syariah.

Inklusi (Inclusion)

Artikel yang memenuhi seluruh kriteria dimasukkan dalam sintesis akhir dan dianalisis secara tematik untuk membangun kerangka konseptual interdisipliner.

Kriteria Inklusi dan Eksklusi

Kriteria inklusi dalam penelitian ini ditetapkan untuk memastikan kualitas dan relevansi literatur yang dianalisis. Artikel yang dipilih merupakan publikasi ilmiah *peer-reviewed* atau *working paper* bereputasi yang diterbitkan pada periode tahun 2020-2025. Substansi kajian harus membahas *overconfidence*, *herding*



behavior, *behavioral finance*, atau prinsip syariah dalam konteks pasar modal, khususnya yang berkaitan dengan *Islamic finance*. Artikel juga harus tersedia dalam akses teks lengkap (*full-text*) agar memungkinkan proses analisis mendalam. Pendekatan penelitian yang diterima mencakup studi empiris, konseptual, maupun bibliometrik yang memiliki metodologi jelas dan relevan dengan tujuan kajian.

Adapun kriteria eksklusi diterapkan untuk menjaga validitas dan konsistensi hasil telaah. Artikel yang teridentifikasi sebagai duplikat secara otomatis dikeluarkan dari proses seleksi. Publikasi *non*-akademik, opini populer, atau tulisan tanpa proses ilmiah tidak dimasukkan dalam analisis. Studi yang tidak memiliki keterkaitan langsung dengan pasar modal atau *Islamic finance* juga dieliminasi. Artikel yang tidak menjelaskan metodologi penelitian secara sistematis dan transparan dikecualikan karena berpotensi menurunkan kualitas sintesis literatur yang dihasilkan.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan melalui tiga tahapan utama yang saling terintegrasi. Tahap pertama adalah *descriptive analysis*, yaitu mengidentifikasi dan memetakan distribusi publikasi berdasarkan tahun terbit, jurnal penerbit, wilayah atau konteks penelitian, serta pendekatan metodologis yang digunakan. Analisis deskriptif ini bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai perkembangan riset terkini dan tren akademik dalam kajian *behavioral finance* dan pasar modal syariah selama periode pengamatan.

Tahap kedua adalah *thematic analysis*, yang dilakukan dengan mengelompokkan temuan penelitian berdasarkan tema-tema utama yang relevan dengan fokus kajian. Tema tersebut meliputi pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi, pola *herding* dalam pasar syariah, peran prinsip syariah sebagai variabel moderasi dalam perilaku investor, serta integrasi antara *Islamic moral economy* dan *behavioral finance*. Pendekatan tematik ini memungkinkan identifikasi pola konseptual, konsistensi temuan, serta hubungan antarvariabel secara lebih sistematis sebagaimana disarankan dalam kajian sintesis literatur kontemporer (Kraus *et al.*, 2022).

Tahap ketiga adalah *conceptual synthesis*, yaitu proses pembangunan kerangka konseptual interdisipliner yang mengintegrasikan bias perilaku dengan prinsip-prinsip syariah dalam konteks pasar modal. Sintesis dilakukan secara naratif-analitis dengan mengidentifikasi hubungan kausal, potensi variabel mediasi, serta kemungkinan efek moderasi berdasarkan hasil penelitian empiris sebelumnya. Pendekatan ini bertujuan untuk menghasilkan model konseptual yang komprehensif dan berbasis bukti, sejalan dengan metodologi pengembangan kerangka teori dalam studi bibliometrik dan *systematic review* mutakhir.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan sintesis sistematis terhadap literatur 2020-2025, diperoleh konstruksi temuan ilmiah yang menunjukkan bahwa dinamika pasar modal syariah tidak terlepas dari bias perilaku investor, khususnya *overconfidence* dan *herding behavior*. Namun, berbeda dengan pasar konvensional, efek kedua bias tersebut dalam pasar syariah cenderung dimoderasi oleh internalisasi prinsip syariah dan nilai moral ekonomi Islam. Mayoritas literatur menunjukkan kecenderungan yang



konsisten mendukung proposisi konseptual yang diajukan. Temuan ini sekaligus memperkuat argumen bahwa kerangka normatif syariah berfungsi sebagai mekanisme pengendali psikologis yang mampu mereduksi ekspekulatif dan meningkatkan rasionalitas keputusan investasi.

Overconfidence sebagai Determinan Intensitas Transaksi dan Volatilitas Saham Syariah

Kajian literatur mutakhir memperlihatkan pola yang relatif konsisten bahwa *overconfidence* berkorelasi positif dengan peningkatan intensitas transaksi serta kecenderungan perilaku pengambilan risiko (*risk-taking behavior*). Dalam konteks pasar berkembang, bias ini mendorong investor untuk melakukan perdagangan lebih sering (*overtrading*), meningkatkan *turnover* saham, dan memperbesar peluang terjadinya *mispricing* jangka pendek akibat respons berlebihan terhadap informasi baru (Almansour *et al.*, 2025). Ketika informasi pasar diterima, investor yang terlalu percaya diri cenderung menafsirkan sinyal tersebut sebagai validasi atas kemampuan analisis pribadinya, sehingga mempercepat keputusan beli atau jual tanpa evaluasi komprehensif.

Fenomena tersebut selaras dengan teori *self-attribution* bias, yang menjelaskan bahwa individu cenderung mengaitkan keberhasilan investasi dengan kompetensi internal, sementara kegagalan disandarkan pada faktor eksternal seperti kondisi pasar atau volatilitas global (Umeaduma, 2024). Pola atribusi yang tidak seimbang ini memperkuat keyakinan berlebihan terhadap kapabilitas pribadi, menciptakan siklus psikologis yang memperbesar kemungkinan pengambilan keputusan agresif pada transaksi berikutnya. Dalam jangka panjang, mekanisme ini dapat membentuk pola perdagangan yang tidak proporsional terhadap risiko aktual.

Dalam studi empiris terhadap investor ritel Indonesia, *overconfidence* terbukti berkontribusi terhadap peningkatan keputusan investasi yang bersifat agresif, terutama ketika dikombinasikan dengan tingkat *financial self-efficacy* yang tinggi (Ramadhianto & Hartanti, 2025). *Financial self-efficacy* memperkuat persepsi kontrol atas hasil investasi, sehingga investor merasa mampu mengelola risiko secara optimal. Secara psikologis, kombinasi antara kepercayaan diri dan persepsi kontrol ini memunculkan *illusion of control effect*, yaitu keyakinan bahwa hasil pasar dapat diprediksi atau dipengaruhi melalui kemampuan pribadi, meskipun dinamika pasar pada dasarnya dipengaruhi oleh banyak variabel eksternal yang kompleks.

Dari perspektif mikrostruktur pasar, peningkatan frekuensi perdagangan akibat *overconfidence* berpotensi menciptakan tekanan permintaan dan penawaran yang tidak sepenuhnya mencerminkan nilai fundamental. Akibatnya, volatilitas harga dapat meningkat dalam jangka pendek, terutama pada saham dengan likuiditas terbatas. Kondisi ini menjadi semakin relevan pada pasar dengan dominasi investor ritel, di mana keputusan kolektif yang dipengaruhi bias psikologis dapat memperkuat fluktuasi harga.

Dalam konteks pasar modal syariah, pola *overconfidence* tetap dapat ditemukan karena bias kognitif merupakan karakteristik universal dalam pengambilan keputusan manusia. Sistem normatif berbasis syariah tidak secara otomatis menghilangkan kecenderungan psikologis tersebut. Namun demikian, karakteristik khusus pasar syariah, seperti proses *screening* terhadap sektor usaha,



pembatasan rasio utang, serta larangan instrumen berbasis bunga dan spekulasi berlebihan, menciptakan batasan struktural yang relatif mengurangi ruang untuk spekulasi ekstrem. Dengan demikian, dampak *overconfidence* dalam pasar syariah lebih sering tercermin dalam peningkatan volume transaksi dan frekuensi perdagangan dibandingkan pada eksposur terhadap instrumen derivatif spekulatif berisiko tinggi.

Jika dibandingkan dengan temuan pada pasar konvensional global, efek *overconfidence* dalam pasar syariah cenderung lebih moderat. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa pada pasar konvensional, terutama selama periode pandemi, perilaku *overtrading* investor ritel berkontribusi terhadap lonjakan volatilitas yang signifikan dan pembentukan gelembung harga pada sektor tertentu (Chishti *et al.*, 2025). Sedangkan struktur regulatif dan prinsip kehati-hatian dalam pasar syariah berpotensi menahan eskalasi volatilitas yang terlalu tajam, meskipun tidak sepenuhnya meniadakan dampaknya.

Secara teoretis dan empiris, sintesis ini memberikan landasan kuat bagi hipotesis pertama, yaitu bahwa *overconfidence* berpengaruh positif terhadap dinamika transaksi dan volatilitas saham syariah. Namun, pengaruh tersebut tidak berdiri dalam ruang hampa; intensitasnya dipengaruhi oleh kerangka normatif dan mekanisme penyaringan syariah yang membatasi perilaku spekulatif berlebihan. Dengan demikian, *overconfidence* tetap menjadi determinan penting dalam menjelaskan fluktuasi aktivitas perdagangan saham syariah, meskipun manifestasinya cenderung lebih terkendali dibandingkan dengan pasar konvensional.

Herding Behavior dan Konvergensi Perilaku Investor Syariah

Temuan empiris kontemporer menunjukkan bahwa *herding behavior* tetap menjadi fenomena yang relevan dalam pasar saham syariah, khususnya pada periode ketidakpastian ekonomi dan fluktuasi harga yang tinggi. Penelitian berbasis *machine learning* di kawasan ASEAN mengidentifikasi pola *herding* yang konsisten, terutama pada sektor teknologi dan saham berkapitalisasi besar selama fase volatilitas meningkat (Rammal *et al.*, 2025). Hasil ini mengindikasikan bahwa ketika tekanan makroekonomi meningkat, kemampuan investor untuk melakukan penilaian fundamental secara mandiri cenderung melemah, sehingga kecenderungan mengikuti arus mayoritas menjadi semakin dominan.

Secara konseptual, *herding* dapat dijelaskan melalui *informational cascade theory*, yang menyatakan bahwa individu cenderung menjadikan tindakan mayoritas sebagai proksi informasi yang dianggap lebih kredibel. Dalam situasi asimetri informasi, biaya kognitif dan finansial untuk melakukan analisis independen sering kali lebih tinggi dibandingkan mengikuti konsensus pasar. Akibatnya, keputusan kolektif terbentuk bukan semata-mata berdasarkan evaluasi fundamental, melainkan karena persepsi bahwa pelaku pasar lain memiliki informasi yang lebih baik. Literatur juga menunjukkan bahwa dalam situasi krisis atau ketidakstabilan, *reliance* pada *social proof* berfungsi sebagai mekanisme adaptif untuk meminimalkan ketidakpastian dan risiko persepsi (Rumysa & Islam, 2025; Syukur *et al.*, 2025; Tiniç *et al.*, 2020).

Dari sudut pandang perilaku, *herding* tidak selalu didorong oleh irrasionalitas murni, melainkan dapat menjadi respons strategis terhadap lingkungan



informasi yang tidak sempurna. Namun demikian, ketika perilaku kolektif tersebut terjadi secara simultan dan masif, konvergensi keputusan dapat memperkuat tren harga, mempercepat momentum pasar, serta meningkatkan volatilitas jangka pendek. Dalam konteks pasar dengan dominasi investor ritel, efek *agregat herding* menjadi semakin signifikan karena keputusan individual yang homogen berpotensi menciptakan tekanan pasar yang substansial.

Dalam pasar modal syariah, *herding* memiliki dimensi tambahan yang bersifat normatif dan religius. Kesamaan nilai, preferensi terhadap instrumen yang telah lolos proses *screening* syariah, serta kepercayaan terhadap integritas emiten syariah membentuk basis kolektif yang relatif homogen. Penelitian pada sektor perbankan syariah di kawasan GCC menunjukkan bahwa *herding* tidak sepenuhnya bersifat spekulatif, melainkan dipengaruhi oleh kepercayaan bersama terhadap institusi syariah dan norma moral ekonomi Islam (Chaffai *et al.*, 2025). Dengan demikian, konvergensi perilaku dalam pasar syariah tidak hanya dipicu oleh ekspektasi keuntungan jangka pendek, tetapi juga oleh keyakinan normatif yang membentuk persepsi risiko dan legitimasi investasi.

Perbedaan ini menjadi pembeda penting antara *herding* di pasar syariah dan pasar konvensional. Pada pasar konvensional, sejumlah penelitian menunjukkan bahwa *herding* berkontribusi terhadap pembentukan gelembung harga (*asset bubbles*) dan potensi *crash* ketika koreksi pasar terjadi (Chishti *et al.*, 2025). Sebaliknya, dalam pasar syariah, pembatasan terhadap aktivitas yang mengandung unsur *gharar* (ketidakjelasan) dan *maysir* (spekulasi berlebihan) berfungsi sebagai mekanisme struktural yang menahan eskalasi perilaku kolektif menuju spekulasi ekstrem. Proses *screening*, pembatasan rasio utang, serta larangan instrumen derivatif berbasis bunga secara tidak langsung membatasi amplifikasi risiko sistemik akibat *herding*.

Meskipun demikian, keberadaan kerangka normatif tersebut tidak sepenuhnya mengeliminasi potensi konvergensi perilaku. Dalam kondisi tekanan ekonomi global atau sentimen negatif pasar, investor syariah tetap dapat menunjukkan kecenderungan mengikuti tren dominan, terutama pada saham-saham unggulan yang dianggap aman dan sesuai prinsip syariah. Oleh karena itu, *herding* dalam pasar syariah lebih tepat dipahami sebagai fenomena yang memiliki karakteristik struktural berbeda, bukan sebagai anomali yang sepenuhnya tereduksi.

Berdasarkan sintesis teoretis dan temuan empiris tersebut, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *herding behavior* berpengaruh positif terhadap dinamika pasar syariah memperoleh dukungan yang memadai. Namun, pengaruh tersebut bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh kerangka normatif syariah yang membatasi ruang spekulasi ekstrem. Dengan demikian, *herding* dalam pasar modal syariah tetap relevan sebagai determinan volatilitas dan konvergensi perilaku investor, tetapi manifestasinya cenderung lebih terkendali dibandingkan dengan pasar konvensional yang tidak memiliki pembatasan etis dan struktural serupa.

Prinsip Syariah sebagai Variabel Moderasi dalam *Islamic Behavioral Finance*

Sintesis konseptual dan empiris dalam kajian ini mengindikasikan bahwa internalisasi prinsip syariah berfungsi sebagai mekanisme moderasi yang signifikan terhadap pengaruh *overconfidence* dan *herding behavior* dalam pengambilan keputusan investasi. Sejumlah penelitian menunjukkan bahwa literasi keuangan dan



nilai religius berperan dalam memperlemah pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi yang bersifat impulsif dan agresif (Wardhani & Nur, 2025). Dalam konteks saham syariah, kepatuhan terhadap prinsip halal, pertimbangan etis, serta orientasi pada keberkahan investasi terbukti meningkatkan kehati-hatian investor dalam mengevaluasi risiko dan *return* (Abadi & Wicaksono, 2024).

Secara teoretis, mekanisme moderasi ini dapat dijelaskan melalui kerangka *self-regulation theory*, yang menekankan kemampuan individu untuk mengendalikan dorongan emosional dan bias kognitif melalui standar nilai internal. Prinsip-prinsip syariah seperti larangan *maysir* (spekulasi berlebihan) dan *gharar* (ketidakpastian ekstrem) berfungsi sebagai norma internal yang membatasi kecenderungan mengambil risiko tanpa perhitungan rasional. Dalam perspektif *moral commitment theory*, komitmen religius menciptakan standar evaluasi yang tidak hanya berbasis keuntungan finansial, tetapi juga legitimasi etis, sehingga keputusan investasi diproses melalui pertimbangan moral yang lebih komprehensif.

Dari sudut pandang psikologi moral, internalisasi nilai religius berkontribusi terhadap peningkatan *inhibitory control*, yaitu kemampuan menahan dorongan impulsif dalam situasi berisiko. Mekanisme ini secara langsung berpotensi mengurangi kecenderungan *overtrading* yang sering muncul akibat *overconfidence*. Investor dengan tingkat komitmen syariah yang tinggi cenderung melakukan refleksi lebih mendalam sebelum melakukan transaksi, mempertimbangkan aspek kepatuhan syariah sekaligus dampak sosial-ekonomi dari keputusan tersebut. Dengan demikian, prinsip syariah berfungsi sebagai *filter* kognitif dan afektif dalam proses pengambilan keputusan.

Dalam konteks *herding behavior*, internalisasi nilai syariah juga berperan dalam menyeimbangkan tekanan sosial (*social pressure*) untuk mengikuti tren pasar. Meskipun investor tetap terpapar pada arus informasi dan sentimen kolektif, komitmen terhadap prinsip kehati-hatian (*prudence*) dan keadilan dapat mendorong evaluasi ulang sebelum meniru keputusan mayoritas. Hal ini menunjukkan bahwa moderasi tidak selalu menghilangkan bias secara total, tetapi mengurangi intensitas dan dampaknya terhadap volatilitas pasar.

Jika dibandingkan dengan literatur konvensional, variabel moderasi umumnya dikaitkan dengan *financial literacy*, pengalaman investasi, atau tingkat pendidikan (Almansour *et al.*, 2025). Faktor-faktor tersebut berfungsi meningkatkan kapasitas analitis investor dalam menghadapi ketidakpastian pasar. Namun, dalam pasar modal syariah, literasi syariah dan komitmen religius menghadirkan lapisan normatif tambahan yang bersifat unik. Dimensi ini tidak hanya meningkatkan pemahaman teknis terhadap instrumen investasi, tetapi juga membentuk preferensi risiko, orientasi jangka panjang, serta sensitivitas terhadap praktik spekulatif.

Dengan demikian, prinsip syariah tidak semata-mata berperan sebagai regulasi eksternal melalui mekanisme *screening* dan pengawasan otoritas, melainkan juga sebagai sistem nilai yang terinternalisasi dalam preferensi dan sikap investor. Peran ganda ini, eksternal dan internal, menciptakan struktur pengendalian yang lebih komprehensif terhadap bias perilaku dibandingkan pasar konvensional yang hanya mengandalkan regulasi formal dan kapasitas literasi finansial. Hal ini memperkuat disiplin investasi dan keputusan yang lebih rasional.



Temuan konseptual ini secara langsung memperkuat hipotesis ketiga bahwa prinsip syariah memoderasi pengaruh *overconfidence* dan *herding behavior* terhadap dinamika pasar modal syariah. Artinya, semakin tinggi tingkat internalisasi nilai syariah pada investor, semakin lemah pengaruh bias perilaku terhadap intensitas transaksi dan volatilitas harga. Dalam kerangka *Islamic behavioral finance*, prinsip syariah dapat diposisikan sebagai variabel normatif-strategis yang menjembatani dimensi psikologis dan struktur pasar, sekaligus menjadi pembeda fundamental antara dinamika pasar syariah dan pasar konvensional.

SIMPULAN

Berdasarkan sintesis sistematis literatur periode tahun 2020-2025, ditemukan bahwa *overconfidence* dan *herding* tetap beroperasi secara signifikan dalam memengaruhi intensitas perdagangan, volatilitas jangka pendek, dan kualitas keputusan investasi pada pasar modal syariah. Namun demikian, karakteristik institusional dan normatif pasar syariah, seperti pembatasan *leverage*, *screening* sektor, serta internalisasi nilai etis, membentuk struktur yang relatif mereduksi spekulasi ekstrem dibandingkan pasar konvensional. Dengan demikian, prinsip syariah tidak mengeliminasi bias perilaku, tetapi berfungsi sebagai mekanisme moderasi yang memperkuat disiplin dan stabilitas pasar. Secara teoretis, studi ini berkontribusi pada pengembangan kerangka *Islamic behavioral finance* dengan menempatkan prinsip syariah sebagai variabel moderasi dalam relasi antara bias psikologis dan dinamika pasar. Secara praktis, temuan ini mengimplikasikan pentingnya penguatan literasi keuangan syariah dan desain regulasi berbasis etika untuk meningkatkan kualitas keputusan investasi.

SARAN

Berdasarkan temuan penelitian, studi selanjutnya disarankan untuk mengembangkan model empiris yang lebih komprehensif dengan pendekatan kuantitatif lintas negara guna menguji peran institusi, regulasi, dan tingkat religiositas dalam memoderasi *overconfidence* dan *herding behavior* pada pasar modal syariah. Integrasi variabel seperti *Islamic financial literacy*, *religiosity commitment*, dan *moral identity* sebagai variabel mediasi atau moderasi juga penting untuk memperdalam kerangka *Islamic behavioral finance*. Penggunaan data perilaku aktual (*trading data*), pendekatan eksperimental, serta pemanfaatan *big data analytics* juga akan meningkatkan validitas dan ketepatan inferensi kausal.

Dari sisi kebijakan, otoritas pasar modal dan lembaga pengawas syariah perlu memperkuat literasi keuangan syariah berbasis pemahaman bias perilaku serta mengembangkan mekanisme mitigasi seperti *behavioral nudging* dan sistem peringatan dini terhadap perdagangan berlebihan. Upaya ini dapat memperkuat stabilitas dan efisiensi pasar modal syariah tanpa mengabaikan prinsip-prinsip etika Islam. Keterbatasan penelitian terletak pada cakupan literatur dan pendekatan sintesis konseptual, sehingga penelitian empiris lanjutan diperlukan untuk menguji model yang diusulkan dalam konteks lintas negara dan periode waktu yang lebih panjang. Kolaborasi antara regulator, akademisi, dan pelaku industri menjadi krusial untuk memastikan implementasi kebijakan yang adaptif dan berbasis data.



UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis menyampaikan apresiasi dan terima kasih kepada seluruh pihak yang telah memberikan dukungan dalam proses penyusunan dan penyelesaian artikel ini. Terima kasih secara khusus disampaikan kepada rekan-rekan akademisi dan kolega peneliti di bidang keuangan syariah dan *behavioral finance* atas diskusi ilmiah, masukan konseptual, serta kritik konstruktif yang sangat memperkaya kerangka analisis dalam penelitian ini. Penulis juga mengucapkan terima kasih kepada institusi tempat penulis bernaung atas dukungan akademik dan fasilitas penelitian yang memungkinkan terlaksananya kajian ini. Penghargaan juga disampaikan kepada para peneliti terdahulu yang karya-karyanya menjadi landasan penting dalam pengembangan analisis interdisipliner antara *behavioral finance* dan prinsip syariah.

DAFTAR RUJUKAN

- Abadi, F., & Wicaksono, M. A. (2024). Analysis of Factors Affecting the Satisfaction of Sharia Stock Investors in Bangka Belitung and Riau, Indonesia. *Journal of Islamic Economics Lariba*, 10(2), 1205-1240. <https://doi.org/10.20885/jielariba.vol10.iss2.art28>
- Almansour, B. Y., Almansour, A. Y., Elkrgkli, S., & Shojaei, S. A. (2025). The Investment Puzzle: Unveiling Behavioral Finance, Risk Perception, and Financial Literacy. *Economics - Innovative and Economics Research Journal*, 13(1), 1-21. <https://doi.org/10.2478/eoik-2025-0003>
- Chaffai, M., Medhioub, I., & Saadaoui, A. (2025). Investor Herding and Islamic Moral Economy and Finance: Evidence in the Islamic Banking Sector of the GCC Stock Market. In *ERF 31st Annual Conference Youth Demographic Dividend & Migration in Mena: Challenges & Opportunities in Uncertain Times* (pp. 1-17). Giza, Egypt: Economic Research Forum (ERF).
- Chishti, M. F., Ali, F., Khan, M. R., Khan, I., Luong, N. T., & Ghouri, A. M. (2025). Understanding Behavioural Biases in Investment Decisions: Empirical Insights from an Emerging Market. *Cogent Economics & Finance*, 13(1), 1-20. <https://doi.org/10.1080/23322039.2025.2567499>
- Din, S. M. U., Mehmood, S. K., Shahzad, A., Ahmad, I., Davidyants, A., & Abu-Rumman, A. (2021). The Impact of Behavioral Biases on Herding Behavior of Investors in Islamic Financial Products. *Front. Psychol.*, 11, 600570. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2020.600570>
- Donthu, N., Kumar, S., Mukherjee, D., Pandey, N., & Lim, W. M. (2021). How to Conduct a Bibliometric Analysis: An Overview and Guidelines. *Journal of Business Research*, 133, 285-296. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.04.070>
- Fadhilah, N. (2023). Prinsip-prinsip Dasar Keuangan Islam. *Jurnal Qiema (Qomaruddin Islamic Economics Magazine)*, 9(1), 30-45. <https://doi.org/10.36835/qiema.v9i1.4013>
- Kraus, S., Breier, M., & Dasí-Rodríguez, S. (2022). The Art of Crafting a Systematic Literature Review in Entrepreneurship Research. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 16(3), 1023-1042. <https://doi.org/10.1007/s11365-021-00785-4>



- Lim, W. M., Rasul, T., Kumar, S., & Ala, M. (2022). Past, Present, and Future of Customer Engagement: A Systematic Review. *Journal of Business Research*, 140, 522-542. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.11.014>
- Medhioub, I., & Chaffai, M. (2019). Islamic Finance and Herding Behavior Theory: A Sectoral Analysis for Gulf Islamic Stock Market. *International Journal of Financial Studies*, 7(4), 1-11. <https://doi.org/10.3390/ijfs7040065>
- Nurastuti, P., Rakhmat, A. S., & Madiyoh, A. (2025). Analysis of Risk Tolerance, Overconfidence, Loss Aversion, and Herd Behavior on Investment Decisions Mediated by Financial Literacy. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 13(6), 2155-2166. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v13i6.4680>
- Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., Shamseer, L., Tetzlaff, J. M., Akl, E. A., Brennan, S. E., Chou, R., Glanville, J., Grimshaw, J. M., Hróbjartsson, A., Lalu, M. M., Li, T., Loder, E. W., Mayo-Wilson, E., McDonald, S., McGuinness, L. A., Stewart, L. A., Thomas, J., Tricco, A. C., Welch, V. A., Whiting, P., & Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 Statement: An Updated Guideline for Reporting Systematic Reviews. *BMJ*, 372, n71. <https://doi.org/10.1136/bmj.n71>
- Paul, J., Lim, W. M., O’Cass, A., Hao, A. W., & Bresciani, S. (2021). Scientific Procedures and Rationales for Systematic Literature Reviews. *International Journal of Consumer Studies*, 45(4), 1-16. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12695>
- Rahmayanti, D., Santi, F., Altin, D., Ridwan, M. Q., & Nazdrol, W. M. (2023). Herding Behavior in the Asean Stock Market During the Covid-19 Pandemic. *Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 8(3), 228-247. <https://doi.org/10.23917/reaksi.v8i3.2691>
- Ramadhianto, D. R., Hartanti, R., & Vivi, V. (2025). The Influence of Financial Self-Efficacy, Risk Perception, Financial Literacy, and Herding on Investment Decision. *Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 8(2), 535-547. <https://doi.org/10.57178/atestasi.v8i2.1692>
- Rammal, H. G., Gayatri, P. K., Manzilati, A., Prestianawati, S. A., Kurnianingtyas, D., Daud, N., Hakim, A., & Fawwaz, M. (2025). An Examination of Herding Behavior Among Tech Stock Investors in ASEAN-6 Countries: A BiLSTM Machine Learning Approach. *Sustainable Futures*, 10, 101480. <https://doi.org/10.1016/j.sftr.2025.101480>
- Rumysa, R., & Islam, A. U. (2025). Mapping Investor Sentiment and Behavioral Biases in Financial Decisions (2000-2024): A Bibliometric Approach. *SN Bus Econ* 5, 165. <https://doi.org/10.1007/s43546-025-00941-5>
- Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making. *International Journal of Accounting Finance and Risk Management*, 5(2), 69-75. <https://doi.org/10.11648/j.ijafrm.20200502.11>
- Snyder, H. (2019). Literature Review as a Research Methodology: An Overview and Guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333-339. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039>
- Syukur, A., Amron, A., Riyanto, F., Putra, F. I. F. S., & Pangemanan, R. R. (2025). Generational Insights into Herding Behavior: The Moderating Role of



- Investment Experience in Shaping Decisions Among Generations X, Y, and Z. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), 1-27. <https://doi.org/10.3390/ijfs13030176>
- Tiniç, M., Iqbal, M. S., & Mahmud, S. F. (2020). Information Cascades, Short-Selling Constraints, and Herding in Equity Markets. *Borsa Istanbul Review*, 20(4), 347-357. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.05.007>
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2021). Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12461>
- Umeaduma, C. M.-G. (2024). Behavioral Biases Influencing Individual Investment Decisions within Volatile Financial Markets and Economic Cycles. *International Journal of Engineering Technology Research and Management*, 08(03), 191-207. <https://doi.org/10.5281/zenodo.15091460>
- Wardhani, A. A., & Nur, D. I. (2025). The Role of Financial Literacy in Moderating the Influence of Herding and Overconfidence on Investment Decisions. *Jurnal Akademi Akuntansi*, 8(3), 342-355. <https://doi.org/10.22219/jaa.v8i3.41034>
- Xiao, Y., & Watson, M. (2020). Guidance on Conducting a Systematic Literature Review. *Journal of Planning Education and Research*, 40(1), 93-112. <https://doi.org/10.1177/0739456X17723971>
- Zulhikam, A., Parmitasari, R. D. A., Abdullah, M. W., & Rofiah, I. (2024). Filosofi Prinsip Keuangan Islam dan Implikasinya pada Perbankan Syariah. *Neraca: Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, 2(1), 273-283. <https://doi.org/10.572349/neraca.v2i1.579>