

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Perilaku Keuangan (*Behaviour Finance Theory*)

Pada awalnya, investor dalam melakukan investasi tidak saja hanya menggunakan estimasi atas prospek instrumen investasi, tetapi faktor psikologi sudah ikut menentukan investasi tersebut. Bahkan, berbagai pihak menyatakan bahwa faktor psikologi investor ini mempunyai peran yang paling besar dalam berinvestasi. Salah satu contoh yang cukup menarik dilihat adanya rasional terikat (*bounded rationality*) dalam berinvestasi. Adapun contoh dari rasional terikat ini yaitu investor selalu melakukannya tidak rasional, misalnya Manajer investasi menawarkan investasi dengan tingkat pengembalian 12% per tahun dan ada teman investor menawarkan investasi yang sama dengan tingkat pengembalian 11% per tahun, investor akan memilih investasi yang ditawarkan manajer invests yang ditawarkan temannya. Pada sisi lain terjadi juga investor menjual secepatnya saham yang dimiliki bila kelihatan sudah untung dan menahan saham sangat lama ketika harga saham turun (Shefrin, 1985).

Kasus ini memperlihatkan investor tidak mau mengalami kerugian atas investasi yang dimilikinya. Saham yang sudah drop tidak dijual sampai saham tersebut naik kembali sampai mendapatkan untung sedikit baru dijualnya. Padahal, berbagai buku teks investasi menyatakan bahwa saham merupakan investasi untuk jangka panjang. Bahkan sudah ada penelitian yang menyatakan bahwa memegang saham dalam jangka panjang sama hasilnya dengan melakukan perdagangan saham itu pada periode yang sama dengan menahan saham itu dalam jangka panjang.

Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah

laku atau perilaku keuangan (*Behaviour Finance*). Shefrin (2000) mendefinisikan *behaviour finance* adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Tingkah laku dari para para pemain saham tersebut dimana Shefrin (2000) menyatakan tingkat laku para praktisi. Nofsinger (2001) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia secara aktual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (*a financial setting*). Khususnya, mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan. Kedua konsep yang diuraikan secara jelas menyatakan bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi.

Perilaku keuangan ini mulai dikenal berbagai pihak terutama akademisi setelah Solvic (1969 dan 1972) mengemukakan aspek psikologi pada investasi dan stokbroker Tversky dan Kahneman (1974) menyampaikan penilaian pada kondisi ketidakpastian yang bisa menghasilkan *heuristik* atau bias. Kahneman dan Tversky (1979) dengan teori prospek dan dilanjutkan dengan pada tahun 1992 tentang Teori prospek Lanjutan. Thaler (1985) tentang Mental Accounting; Shefrin (1985, 2000) dengan berbagai tulisan untuk pengembangan perilaku keuangan dan sebuah buku *Beyond Greed and Fear*. Bondt (1998) menguraikan Potrait investor individu. Statman (1995), Golberg dan Nitzsch (1999) dan Forbes (2009) tentang Perilaku Keuangan.

Pembahasan teori Perilaku Keuangan ini sedikit agak lebih hati-hati karena sudah memasukkan analisis faktor psikologi dalam membahas keputusan dalam bidang keuangan. Kahneman sebagai salah satu promotor teori ini mendapatkan hadiah Nobel pada tahun 2002 yang memberikan alternatif analisis dalam bidang ekonomi dan keuangan. Shefrin (2000) menyatakan ada tiga tema yang dibahas dalam Perilaku Keuangan, dimana tema tersebut dibuat dalam bentuk pertanyaan yaitu:

- 1) Apakah Praktisi keuangan mengakui adanya kesalahan karena selalu berpatokan kepada aturan yang telah ditentukan (*rules of thumb*). Bagi penganut Perilaku Keuangan mengakuinya sementara keuangan tradisional tidak mengakuinya. Penggunaan *rules of thumb* ini disebut dengan *Heuristics to Process data*. Penganut keuangan tradisional selalu menggunakan alat statistik secara tepat dan benar untuk mengolah data. Sementara penganut Perilaku Keuangan melaksanakan *rules of thumb*

seperti “*back-of-the-envelope calculations*” dimana ini secara umum tidak sempurna. Akibatnya, praktisi memegang “*biased beliefs*” yang mempengaruhi memenuhi janji terhadap kesalahan tersebut. Tema ini dikenal dengan *Heuristic-driven bias*.

2) Apakah bentuk termasuk inti persoalan (*substance*) mempengaruhi praktisi ? Penganut Perilaku Keuangan menyatakan bahwa persepsi praktisi terhadap risiko dan tingkat pengembalian sangat dipengaruhi oleh bagaimana “*decision problem*” dikerangkannya (*framed*). Sementara penganut Keuangan Tradisional memandang semua keputusan berdasarkan transparan dan objektif. Tema ini dikenal dengan *frame dependence*.

3) Apakah kesalahan dan kerangka mengambil keputusan mempengaruhi harga yang dibangun pada pasar ? Penganut Perilaku Keuangan menyatakan “*heuristic-driven bias*” dan pengaruh framing menyebabkan harga jauh dari nilai fundamentalnya sehingga pasar tidak efisien. Sementara penganut Keuangan Tradisional mengasumsikan pasar efisien seperti yang diuraikan Fama (1970). Tema ini dikenal dengan pasar tidak efisien (*inefficient market*).

Statman (1950) menyatakan bahwa manusia pada umumnya rasional untuk keuangan tradisional dan berpikir normal untuk perilaku keuangan. Sementara Shefrin (2005) menyatakan bahwa perbedaan Perilaku Keuangan dan Keuangan Tradisional ditunjukkan oleh dua persoalan untuk harga aset yaitu: pertama, sentiment, dimana sentiment ini merupakan faktor yang dominan dalam terjadinya harga di pasar untuk Perilaku Konsumen. Sementara Keuangan Tradisional menyatakan harga aset selalu dikaitkan dengan risiko fundamental atau *time varying risk aversion*. Kedua, ekspektasi utilitas, melakukan maksimumisasi ekspektasi utilitas untuk keuangan tradisional. Sementara, perilaku keuangan menyatakan bahwa investor tidak sesuai dengan teori ekspektasi utilitas.

Salah satu penggagas teori ini Kahneman dan Tversky (1979) yang memperkenalkan teori Prospek. Teori ini dimulai dengan mengkritik teori Utilitas yang paling banyak dipergunakan dalam menganalisis investasi terutama dalam kondisi berisiko. Manusia dalam mengambil keputusan berperilaku menurut ilmu psikologi. Pengambilan

keputusan kondisi berisiko dapat dipandang sebagai sebuah pilihan antara prospek atau *gambles*.

2.2 Pengambilan Keputusan Investasi

2.2.1 Pengertian Pengambilan Keputusan Investasi

Secara umum, keputusan investasi merupakan suatu tindakan yang dilakukan investor dalam melakukan investasi dalam memperoleh keuntungan (Nabila & Nurdin, 2020). Hal tersebut didasarkan pada beberapa faktor-faktor yang menjadi pertimbangan investor itu sendiri. Faktor-faktor tersebut meliputi faktor rasional dan irasional yang mempengaruhi keputusan investasi (Nabila & Nurdin, 2020). Pada proses pengambilan keputusan investasi secara rasional pengambil keputusan diasumsikan memiliki informasi yang lengkap, tetapi pada kenyataannya, dalam dunia investasi cenderung cenderung dibawah kondisi ketidakpastian yang tidak selalu sama dengan kondisi yang ideal. Dalam kondisi ketidakpastian, intuisi atau perasaan investor dapat melengkapi proses pengambilan keputusan secara rasional dengan pengalaman atas kondisi yang pernah terjadi sebelumnya. Pengambilan keputusan secara intuitif dapat dipelajari melalui *Behavioral Finance* yang merupakan kajian mengenai faktor psikologi yang mempengaruhi investor dalam proses pengambilan keputusan investasi (Elvania, 2022).

2.2.2 Proses Keputusan Investasi

Proses keputusan investasi merupakan keputusan yang berkesinambungan (*on going process*) sampai tercapai keputusan investasi yang terbaik (Adnyana, 2020). Tahapan-tahapan dalam suatu proses keputusan investasi antara lain mencakup hal-hal sebagai berikut.

1. Penentuan Tujuan Berinvestasi

Dalam penentuan tujuan berinvestasi ada beberapa hal yang harus diperhatikan, yaitu jangka waktu investasi (pendek/panjang) dan berapa target return yang ingin dicapai.

2. Penentuan Kebijakan Investasi

Investor harus mengerti karakter risiko (*risk profile*) masing-masing, yakni apakah seorang investor cenderung mau mengambil risiko atau justru menghindari risiko,

berapa banyak dana yang akan diinvestasikan, fleksibilitas investor dalam waktu untuk memantau investasi, dan pengetahuan investor atas pasar modal.

3. Pemilihan Strategi Portofolio dan Aset

Setelah mengetahui hal-hal pada point proses keputusan investasi dan tujuan investasi di atas, maka kita dapat membentuk suatu portofolio yang diharapkan efisien dan optimal.

4. Pengukuran dan Evaluasi Kinerja Portofolio

Tahapan ini dimaksudkan untuk mengukur kinerja portofolio yang telah dibentuk, yakni apakah sudah sesuai dengan tujuan atau justru belum

2.2.4 Motif Investasi

Secara umum, motif investasi didasari untuk memperoleh keuntungan dari dana yang diinvestasikan karena adanya peluang untuk mendapatkan keuntungan yang diinginkan, tingkat keuntungan dalam investasi biasanya dipengaruhi oleh sikap investor dalam mengambil atau menanggapi risiko (Adnyana, 2020). Berdasarkan sikapnya dalam menghadapi risiko, investor dapat diklasifikasikan ke dalam tiga kelompok berikut ini.

1. Pengambil Risiko (*Risk Seeker*).

Investor ini merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua alternatif investasi dengan pengembalian yang diharapkan sama, maka ia cenderung akan memilih investasi yang berisiko. Investor yang termasuk pada kelompok *risk seeker* merupakan investor yang berani menanggung risiko dan optimis dalam melihat masa depan. Portofolio saham pemodal ini sebagian ada yang memberikan hasil yang tinggi dengan risiko yang tinggi dan risiko kecil dengan hasil yang tidak begitu tinggi. Para pemodal ini biasanya berasal dari golongan kalangan muda yang penuh perhitungan.

2. Penghindar Risiko (*Risk Averter*).

Investor ini merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua alternatif investasi dengan pengembalian yang diharapkan sama, maka ia cenderung akan memilih investasi yang kurang berisiko. Investor yang termasuk ke dalam kelompok *risk averter* merupakan investor yang cenderung untuk menghindari risiko dan

berinvestasi pada aset yang memberikan pendapatan tetap, seperti deposito, obligasi, ataupun saham yang tergolong ke dalam blue chips. Investor ini menyadari tidak mengharapkan keuntungan investasi yang optimal. Biasanya kalangan investor dalam kategori ini mayoritas berasal dari kalangan pensiunan yang berkeinginan untuk mendapatkan keuntungan walaupun sedikit namun pasti.

3. Acuh terhadap Risiko (*Risk Indifference*).

Investor ini merupakan investor yang cenderung tidak peduli tersebut jenis investasi mana yang akan diambilnya. Investor yang tergolong ke dalam *risk indifference* ini merupakan tipe investor yang hanya cenderung ikut-ikutan dalam melakukan pembelian atau penjualan efek sesuai dengan gejolak pasar.

2.2.5 Bentuk Keuntungan dan Kerugian Investasi

Dalam aktivitas investasi pada suatu perusahaan di pasar modal, investor akan dihadapkan pada dua kondisi, yaitu keuntungan dan kerugian (Adnyana, 2020). Bentuk keuntungan atas investasi di pasar modal tersebut di antaranya adalah sebagai berikut:

1. *Capital gain*, yaitu keuntungan dari hasil jual beli saham, berupa selisih antara nilai jual yang lebih tinggi dari pada nilai belinya.
2. *Dividen*, yaitu bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.
3. Saham perusahaan, seperti tanah atau aktiva sejenis, nilainya meningkat sejalan dengan waktu dan sejalan dengan perkembangan kinerja perusahaan. Investor jangka panjang mengandalkan kenaikan nilai saham ini untuk meraih keuntungan dari investasi saham.
4. Saham juga dapat dijaminkan ke bank untuk memperoleh kredit, sebagai agunan tambahan dari agunan pokok.

Adapun bentuk kerugian yang mungkin dialami oleh investor atas investasinya di pasar modal di antaranya mencakup hal-hal sebagai berikut:

1. *Capital loss*, yaitu kerugian dari hasil jual beli saham yang berupa selisih antara nilai jual yang lebih rendah daripada nilai beli saham.
2. *Opportunity loss*, yaitu kerugian berupa selisih suku bunga deposito dikurangi total yang diperoleh dari total investasi.

3. Kerugian karena perusahaan dilikuidasi, namun nilai likuidasinya lebih rendah dari harga beli saham.

Penjelasan di atas menunjukkan bahwa investasi di pasar modal memiliki kelebihan dan kekurangan tersendiri (Adnyana, 2020).. Investasi yang dilakukan selalu mengandung dua sisi, yaitu keuntungan dan kerugian dalam melakukan penanaman modal yang dalam hal ini tergantung pada sesuai atau tidaknya investasi yang mereka lakukan dengan tujuan investasi itu sendiri (Adnyana, 2020).

2.2.6 Proses Investasi

Proses investasi menjelaskan bagaimana seharusnya seorang investor membuat keputusan investasi terhadap sekuritas yang bisa dipasarkan, seberapa ekstensif, dan kapan sebaiknya dilakukan (Adnyana, 2020). Ada lima prosedur yang harus dilakukan dalam membuat keputusan yang menjadi dasar dalam proses investasi, yaitu sebagai berikut:

1. Kebijakan Investasi

Tahapan ini terdiri dari penentuan tujuan investor dan kemampuan/kekayaan yang dapat diinvestasikan.

2. Analisis Sekuritas

Analisis sekuritas meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual atau beberapa kelompok sekuritas yang masuk ke dalam kategori luas dari aset finansial yang telah diidentifikasi. Dalam hal ini, ada dua jenis analisis sekuritas, yaitu analisis teknis dan analisis fundamental.

3. Membentuk Portofolio

Langkah ketiga melibatkan identifikasi aset khusus mana yang akan dijadikan investasi, serta menentukan berapa besar bagian dari investasi seorang investor pada tiap aset tersebut.

4. Merevisi Portofolio

Langkah ke empat dalam proses investasi adalah merevisi portofolio, yaitu berkenaan dengan pengulangan periodik dari tiga langkah sebelumnya.

5. Mengevaluasi Kinerja Portofolio

Langkah kelima dalam proses investasi adalah melakukan evaluasi terhadap kinerja portofolio, yaitu menentukan kinerja portofolio secara periodik dalam arti tidak hanya return, tetapi juga risiko yang dihadapi.

2.2.7 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Investasi

Faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi adalah:

1. *Investor sentiment* (Metawa *et.al.*, 2018)
2. *Salience* (Chaudary, 2018)
3. *Overreaction* (Metawa *et.al.*, 2018)

2.2.8 Indikator Keputusan Investasi

Indikator dari keputusan investasi adalah:

- 1) Sikap individu terkait mengatur anggarannya.

Melakukan perencanaan keuangan dengan seksama sehingga kondisi kondisi keuangan dapat terkontrol (Pranyoto, 2018).

- 2) Pengetahuan Investasi

Pengetahuan dasar investasi merupakan hal yang sangat penting untuk diketahui oleh calon investor. Hal ini bertujuan, agar para investor (mahasiswa) terhindar dari praktik-praktik investasi yang tidak rasional(judi), dan budaya ikut-ikutan, serta penipuan dan risiko kerugian (Listyaniet.al., 2019).

- 3) *Rate of return* (Putri&Hamidi, 2019).

Return merupakan imbal hasil dari sebuah investasi. Return ini dapat berupa imbal hasil yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang terjadi di masa mendatang (Adnyana, 2020).

- 4) *Risk* (Putri&Hamidi, 2019).

Risiko merupakan peluang dari tidak tercapainya salah satu tujuan investasi karena adanya ketidakpastian dari waktu ke waktu (Adnyana, 2020).

2.3 *Investor Sentiment*

2.3.1 Pengertian *Investor Sentiment*.

Menurut Baker&Wunglers (2006). *Investor sentiment* adalah kepercayaan investor terhadap arus kas masa depan perusahaan yang tidak didukung oleh informasi akuntansi (*fundamental*). *Investor sentiment* adalah bagian dari ekspresi perilaku finansial. Dalam beberapa hasil penelitian, *investor sentiment* dianggap memiliki hubungan dengan harga saham dan tingkat pengembaliannya. Dalam penelitian sebelumnya digunakan sejumlah indikator sentimen untuk menyelidiki hubungan

antara sentimen dan return ekuitas dan menemukan bukti kuat bahwa sentimen dipengaruhi oleh return (Brown & Cliff 2004).

Teori perilaku memprediksi bahwa kegaduhan *investor sentiment* dapat bertahan di pasar keuangan (De Long et al., 1990). Mereka berpendapat bahwa perubahan dalam kegaduhan sentimen investor pasti sulit diprediksi untuk menghindari arbitrase. Hal ini juga menunjukkan bahwa investor yang irasional dapat menyebabkan keributan terkait harga tidak cepat hilang jika mereka tidak dapat dikoreksi oleh arbitrase yang tanpa risiko. Aset yang terbuka secara tidak proporsional terhadap risiko investor yang gaduh sama-sama berisiko dan harus menawarkan ekstra pengembalian premi. (Baker & Wunglers, 2006). Selanjutnya, mereka mempelajari efek teoritis dari investor sentiment pada berbagai jenis saham. Dalam studi keuangan masalah investor sentiment memperdebatkan tentang peran dan pengaruh harga aset. Investor sentiment dipandang sebagai psikologi massa, karena harga aset sangat berpengaruh pada pergerakan pasar secara keseluruhan.

Mereka menemukan bahwa pergeseran sentiment berkorelasi negatif dengan volatilitas pasar (Lee et al., 2002). *Sentiment* dapat mendorong respons dari harga saham terhadap berita menuju sentiment (Mian & Sankaraguruswamy 2012). Temuan mereka menunjukkan bahwa harga saham merespon positif terhadap berita pendapatan yang baik selama periode sentimen yang tinggi dibandingkan periode sentimen rendah, dan sebaliknya. Dampak dari sentiment tersebut pada reaksi harga saham terbukti dalam kasus saham kecil, volatile, baru, nondividen, dan saham yang lesu. Qiang & Shu-e (2009) menganalisis pengaruh sentimen investor terhadap harga saham berdasarkan teori kegaduhan perdagangan.

Hasil dari penelitian mereka *investor sentiment* adalah faktor sistematis untuk penentuan harga saham. Harga saham berfluktuasi dengan perubahan investor sentiment (Qiang & Shu-e, 2009). Meskipun begitu, efek perubahan dalam investor sentiment yang positif dan negatif berbeda; efek perubahan positif jauh lebih kuat daripada yang negatif. Namun, beberapa studi keuangan berpendapat bahwa investor sentiment tidak mempengaruhi harga saham pada analisis fundamental (De Long et al., 1990; Shleifer & Vishny 1998). Berdasarkan definisi sentimen yang dikutip dalam beberapa artikel dan karakterisasi oleh Baker/Wurgler, sentimen mencerminkan

lonjakan permintaan yang menyebabkan kurangnya informasi dan penilaian subyektif dari investor.

2.3.2 Indikator *Investor Sentiment*

1) Suasana hati.

Secara garis besar suasana hati adalah segala sesuatu yang dirasakan oleh seorang individu dan biasanya dipengaruhi oleh faktor eksternal bahkan faktor internal. Suasana hati berupa situasi yang dialami oleh individu dalam jangka pendek. Sehingga hal tersebut dapat berubah-ubah sesuai kondisi yang dialami karena faktor dari luar tubuh. Suasana hati yang biasa dirasakan seorang individu adalah senang, sedih, marah, kecewa, dan lain sebagainya. Suasana hati dibagi menjadi dua yaitu: Afeksi positif (*positive affect*) yaitu mengungkapkan evaluasi atau perasaan yang menguntungkan. Dan afeksi negatif (*negative affect*) yaitu mengungkapkan evaluasi atau perasaan yang tidak menguntungkan atau merugikan (Nabila & Nurdin, 2020)

2) *Excessive Optimism*.

Dalam konteks keuangan, optimisme (pesimisme) didefinisikan sebagai kecenderungan investor untuk melebih-lebihkan (meremehkan) pengembalian rata-rata yang diharapkan. Optimisme yang berlebihan dapat menciptakan *speculative bubbles* di pasar keuangan dengan menggabungkan harga sekuritas di atas nilai intrinsiknya. Optimisme (pesimisme) adalah bias yang sangat berpengaruh. Jenis bias ini bertanggungjawab untuk mengatur suasana hati pelaku pasar keuangan. Bias ini didorong oleh pengembalian masa lalu yang berdampak pada ekspektasi pengembalian, toleransi pengembalian dan persepsi risiko investor (Alteza & Harsono, 2021).

3) *Investor surveys*

Investor menanyakan kepada investor lainnya tentang seberapa yakinnya mereka terhadap keputusan yang mereka ambil dengan kata lain investor mengambil sebuah keputusan diambil berdasarkan pandangan investor lain (Baker&Wunglers, 2006).

2.4 *Salience*

2.4.1 Pengertian *Salience*

Salience diartikan sebagai kecenderungan merasa nyaman memilih stok yang sudah dikenal (Fox & Tversky, 1995). Digambarkan sebagai sistem intuitif, cepat, dan otomatis”(Sholih *et.al.*, 2002) yang mengurangi kerumitan menghitung probabilitas

dan memprediksi nilai untuk operasi penilaian sederhana (Tversky dan Kahneman, 1974). Heuristik juga digambarkan sebagai “*rule of thumb*” yang dikembangkan untuk pengambilan keputusan yang cepat dan efisien (Mishra, 2014) dan telah mendapat perhatian (Yalcin *et.al.*, 2016). Investor menggunakan jalan pintas karena waktu dan informasi yang tidak memadai (Aranson, 1999).

Tversky dan Kahneman (1974) menunjukkan bahwa bias kognitif muncul ketika orang menggunakan *heuristik*. *Heuristik* ini pada umumnya efektif, tetapi mereka berpendapat bahwa penggunaan *heuristik* menyebabkan bias dalam keadaan tertentu dan menghasilkan keputusan yang tidak rasional. *Saliency* juga dikenal dengan bias keakraban (Yalcin *et.al.*, 2016) dan keakraban melahirkan investasi. Gagasan tentang arti-penting, keakraban, ketersediaan, isyarat, dan bias rumah sebagian besar digunakan secara bergantian dalam literatur dan digabungkan di bawah *heuristik* arti-penting (Yalcin *et al.*, 2016). Ide ketersediaan *heuristik* diperkenalkan oleh Tversky dan Kahneman (1973) menunjukkan bahwa selektif memicu efek arti-penting dan ketersediaan.

Asumsi perilaku utama dari model Merton (1987) adalah bahwa investor berinvestasi pada saham-saham yang familiar karena takut akan ketidaktahuan. Investor percaya bahwa risiko saham yang tidak diketahui sangat tinggi. Selanjutnya, Heath dan Tversky (1991) meletakkan dasar perilaku bias keakraban. Mereka menunjukkan bahwa individu ingin berjudi dalam situasi di mana mereka menganggap diri mereka berpengetahuan luas atau mampu dibandingkan dengan situasi di mana mereka menganggap diri mereka tidak dikenal atau tidak dikenal. Mereka juga melaporkan bahwa investor kadang-kadang siap mengorbankan manfaat diversifikasi dan fokus pada beberapa perusahaan yang seolah-olah mereka kenal. Demikian pula, ketika orang bertemu dengan dua pilihan berisiko, mereka merasa lebih nyaman memilih yang familiar (menonjol), terutama dalam pengambilan keputusan yang cepat (Fox dan Tversky, 1995).

Kepanikan membuat kesalahan adalah alasan utama ketika investor memilih pilihan yang tidak biasa. Orang-orang mengingat dan menemukan isyarat-isyarat yang menonjol dari pikiran mereka untuk memilih tanpa menilai apakah mereka benar (Huberman, 2001). Proses evaluasi membutuhkan usaha dan waktu. Oleh karena itu,

investor menggunakan informasi penting untuk mengatasi kesulitan dalam proses pengambilan keputusan (Yalcin *et al.*, 2016).

Individu, khususnya, tidak bijaksana yang memegang saham perusahaan, negara bagian, atau negara mereka alih-alih berinvestasi di perusahaan yang tidak dikenal atau kurang dikenal (Baxter, 1994; French dan Poterba, 1991). Investor individu kurang cangguh dan cenderung mengambil keputusan investasi yang lebih buruk daripada penasihat keuangan karena investor individu terlalu percaya diri dan menderita berbagai bias (Baker *et al.*, 2017). De Vries *et.al.*, (2017) menyelidiki sampel siswa dan menemukan bahwa ketika memilih di antara perusahaan yang berbeda, calon investor di Afrika Selatan ini menunjukkan bias keakraban dalam perilaku investasi mereka.

Tesar dan Werner (1995) menemukan bahwa karena biaya transaksi yang tinggi, pemegang saham yakin untuk memilih ekuitas domestik daripada menempatkan uang mereka di saham internasional yang menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi. Ahearne *et al.*, (2004) menyelidiki hambatan langsung dan tidak langsung dari investasi asing bagi investor Amerika Serikat. Hambatan langsung adalah intensitas kontrol modal, biaya transaksi yang tinggi (implisit dan eksplisit), peraturan tentang institusi oleh negara (pembatasan kepemilikan saham asing) dan hambatan tidak langsung adalah biaya informasi. Biaya informasi ditemukan sebagai penghalang terpenting yang dapat dikurangi jika perusahaan internasional mendirikan pabriknya di AS. Ini akan membuat investor AS lebih mengenal produknya. Investor AS dapat berinvestasi dalam saham internasional dari perusahaan-perusahaan yang produknya paling mereka kenal. Perusahaan asing yang tidak meminimalkan biaya informasi dengan memilih untuk tidak terdaftar dalam sistem peraturan AS memiliki bobot yang lebih kecil dalam portofolio investor AS.

Seasholes dan Zhu (2010) menemukan bukti empiris bahwa investor lebih cenderung memegang ekuitas lokal karena adanya asimetri informasi di antara investor. Asimetri informasi merupakan hambatan tak terduga untuk investasi internasional dalam teka-teki home bias. Borger *et.al.*, (1999) membangun portofolio berdasarkan pengakuan saham oleh mahasiswa keuangan Jerman dan Amerika (ahli) dan orang awam (orang berjalan dijalanan). Penulis membeli saham yang paling teridentifikasi dan

membandingkan pengembaliannya dengan reksadana besar dan pasar saham di AS dan Jerman. Mereka menemukan bahwa saham yang diakui berkinerja lebih baik daripada saham yang tidak dikenal. Selain itu, kinerja portofolio berdasarkan kemampuan orang awam untuk mengidentifikasi saham mengalahkan kinerja portofolio berdasarkan pengakuan oleh mahasiswa keuangan (ahli), yang setidaknya memiliki minat untuk berinvestasi.

Individu dengan pengetahuan investasi yang lebih sedikit dapat mengandalkan pengakuan heuristik. Seorang investor profesional yang akrab dengan sebagian besar saham di pasar saham tidak dapat mempraktikkan heuristik ini. Menurut Goldstein dan Gigerenzer (2002) rekognisi heuristik adalah instrumen yang kuat dan mungkin satu-satunya strategi yang bekerja paling baik dalam situasi kurangnya pengetahuan. Untuk selanjutnya, kurangnya informasi mungkin merupakan hal yang menyenangkan bagi investor.

Bukti tentang para ahli yang membuat portofolio investasi yang buruk berdasarkan identifikasi saham mereka, menunjukkan bahwa kurangnya pengetahuan mungkin tidak terlalu buruk bagi investor (Forbes *et al.*, 2015). Pemberi lebih penting untuk pasar domestik dan bias rumah secara signifikan ditentukan oleh keakraban dan perkembangan pasar saham. Investor asing, kurang lebih, menganggap penting pasar luar negeri dan bias internasional secara signifikan dipengaruhi oleh kontrol modal, pembangunan ekonomi, dan pemotongan pajak.

2.4.2 Indikator *Salience*

1) Familiarity bias

Merupakan perilaku seorang investor yang selalu memberi penilaian terhadap sesuatu yang kemudian mengambil keputusan hanya berdasarkan apa yang dikenali dan terkenal baginya (Anggini *et.al.* 2020).

2) Bias optimisme.

Bias optimisme didefinisikan sebagai seorang yakin bahwa dirinya akan menerima atau mengalami sedikit risiko dibandingkan dengan orang lain atau temannya. Bias optimisme juga memiliki makna kecenderungan seseorang untuk sangat mempercayai terjadinya hal-hal positif di masa depan dan sangat tidak memperhitungkan terjadinya hal-hal negatif dalam kehidupan mereka (Elvania, 2022).

3) Bias Representative

Representative bias dapat diartikan sebagai aturan pengambilan keputusan praktis yang digunakan seorang investor untuk menilai kesamaan kinerja perusahaan satu sama lain berdasarkan seberapa baik tampilannya (Azhari dan Damingun, 2021).

2.5 Overreaction

2.5.1 Pengertian *Overreaction*

Overreaction diartikan sebagai Investor yang bereaksi berlebihan terhadap berita yang tidak terduga (De Bond & Thaler, 1995). Mereka menyimpulkan bahwa investor sangat memetingkan kinerja masa lalu, mengabaikan kecenderungan *mean-reversion* dari kinerja tersebut. Lakonishok *et.al.*, (1994) menunjukkan bahwa perusahaan dengan rasio laba terhadap harga yang tinggi, rasio arus kas terhadap harga dan rasio *book-to-market equity* cenderung memiliki pertumbuhan laba masa lalu yang buruk, dan sebaliknya. Temuan ini menunjukkan reaksi pasar yang berlebihan terhadap pertumbuhan laba masa lalu dan pengembalian rata-rata yang dihasilkan menunjukkan saham dengan kinerja masa lalu yang buruk mengalami pengembalian masa depan yang tinggi dan sebaliknya.

Daniel *et.al.*,(1998) mengemukakan bahwa keyakinan berlebihan dimiliki investor menyebabkan terlalu tingginya sinyal pribadi mereka mengenai nilai saham, sementara atribusi diri mereka yang bias menyebabkan terlalu rendahnya sinyal publik. Studi terbaru mengungkapkan reaksi berlebihan di pasar negara berkembang juga. Boubaker *et.al.* (2015) menunjukkan bukti reaksi berlebihan jangka pendek di Bursa Efek Mesir. Dengan menganalisis pengembalian saham harian untuk periode 2003 hingga 2010, mereka menemukan bahwa "pecundang" mengungguli "pemenang" dalam jangka pendek. Mereka juga menunjukkan efek negatif pada pengembalian saham serangan teroris tiga hari pasca peristiwa dan pembalikan harga pada hari keempat.

Demikian pula, Piccoli *et al.*, (2017) menemukan bukti reaksi berlebihan jangka pendek dalam indeks pasar Brasil. Dengan menganalisis pengembalian abnormal kumulatif, mereka menunjukkan bahwa saham cenderung bereaksi berlebihan terhadap berita positif dan negatif, dan bukti reaksi berlebihan tersebut lebih kuat saat volatilitas rendah. Del Giudice dan Paltrinieri (2017) menganalisis aliran dana di 78

reksa dana di negara-negara Afrika dan menemukan bukti reaksi berlebihan investor ritel dalam dua peristiwa – Musim Semi Arab dan wabah Ebola. Hasil seperti itu lebih terasa ketika kedua peristiwa ini mendapat media yang memiliki perlindungan yang lebih tinggi

2.5.2 Indikator *Overreaction*

Menurut Rasheed *et.al.*, (2018) indikator *overreaction* adalah:

1). *Base- rate neglect/ base- rate fallacy*

Base- rate neglect merupakan kondisi dimana investor bereaksi pada besarnya suatu kejadian tapi tidak pada kemungkinannya. Artinya Investor mengabaikan kemungkinan yang akan terjadi dimasa depan dan mengarah pada kekeliruan (Novwedayaningayu & Saputri, 2020).

2). *Extrapolation bias* (bias ekstrapolasi)

Extrapolation bias diartikan sebagai sensitivitas perdagangan untuk pengembalian saham masa lalu. Dimana individu memprediksi pengembalian saham masa depan yang lebih tinggi setelah pengembalian masa lalu yang tinggi (Barahona *et.al*, 2023).

3). *Congjuction fallacy/ Gambler's fallacy*

Congjuction fallacy merupakan *bias repressentativenes* yang mengacu pada kemungkinan adanya kesalahan melanggar hukum dasar probabilitas sehingga dapat mengakibatkan kesalahan dalam membuat keputusan investasi (Novwedayaningayu & Saputri, 2020).

2.6 Saham

2.6.1 Definisi Saham

Menurut Adnyana (2020) defini saham adalah sebagai berikut:

Saham merupakan tanda bukti kepemilikan terhadap suatu perusahaan dimana pemiliknya disebut juga sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder* (Adnyana, 2020)). Wujud saham adalah selembarnya kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut (Adnyana, 2020). Bukti bahwa seseorang atau pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila mereka sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam buku yang disebut daftar pemegang saham (DPS). Pada umumnya, DPS disajikan beberapa hari sebelum Rapat Umum Pemegang saham diselenggarakan dan setiap pihak dapat melihat DPS tersebut (Adnyana, 2020).. Bukti bahwa seseorang

adalah pemegang saham juga dapat pada halaman belakang lembar saham apakah namanya sudah diregistrasi oleh perusahaan (emiten) atau belum (Adnyana, 2020).

Ada beberapa jenis saham yang dapat ditinjau dari segi yang berbeda-beda (Adnyana, 2020). Setiap jenis saham dari setiap segi yang berbeda tersebut akan dijelaskan pada poin-poin berikut ini.

1. Ditinjau dari Segi Kemampuan dalam Hak Tagih atau Klaim

1) Saham biasa (*common stock*). Pemegang saham biasa memiliki kewajiban yang terbatas. Artinya, jika perusahaan bangkrut, maka kerugian maksimum yang ditanggung oleh pemegang saham adalah sebesar investasi pada saham tersebut (Adnyana, 2020).

2) Saham preferen (*preferred stock*). Saham ini serupa dengan saham biasa karena mewakili kepemilikan ekuitas yang diterbitkan tanpa tanggal jatuh tempo yang tertulis di atas lembaran saham tersebut. Akan tetapi, pembayaran dividen kepada pemegang saham preferen akan lebih diprioritaskan daripada pembayaran dividen kepada pemegang saham biasa (Adnyana, 2020).

2. Ditinjau dari Cara Peralihannya

1) Saham atas unjuk (*bearer stocks*) Pada saham atas unjuk, tidak tertulis nama pemiliknya agar mudah dipindahtangankan dari satu investor ke investor lainnya. Secara hukum, siapa yang memegang 34 saham tersebut, maka dialah diakui sebagai pemiliknya dan berhak untuk ikut hadir dalam RUPS (Adnyana, 2020).

2) Saham atas nama (*registered stocks*) Saham ini merupakan saham yang ditulis dengan jelas siapa nama pemiliknya, di mana cara peralihannya harus melalui prosedur tertentu (Adnyana, 2020).

3. Ditinjau dari kinerja perdagangan

1) *Blue-chip stocks*. *Blue-chip stocks* merupakan saham biasa dari suatu perusahaan yang memiliki reputasi tinggi sebagai leader di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil, dan konsisten dalam membayar dividen (Adnyana, 2020).

2) *Growth Stocks*. *Growth stocks* merupakan saham yang berasal dari perusahaan yang relatif baru dalam pasar dan menunjukkan pertumbuhan laba yang cukup baik secara cepat di suatu industry (Adnyana, 2020).

2.6.2 Manfaat

Menurut Adnyana (2020) manfaat yang dapat diperoleh investor dari investasi saham antarlain sebagai berikut:

1. Dividen

Dividen adalah bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Jumlah dividen yang akan dibagikan diusulkan oleh Dewan Direksi dan disetujui di dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Dividen itu sendiri terdiri dari dua jenis, yaitu dividen tunai dan dividen saham. Dividen Tunai adalah dividen yang dibagikan oleh emiten kepada para pemegang saham dalam bentuk sejumlah uang untuk setiap saham yang dimiliki. Adapun yang dimaksudkan dengan dividen saham adalah dividen yang dibagikan oleh emiten kepada para pemegang saham dalam bentuk saham baru perusahaan tersebut yang pada akhirnya akan meningkatkan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham (Adnyana, 2020)

2. Capital Gain (Loss)

Dari investasi saham, investor juga dapat memperoleh capital gain jika harga jual saham melebihi harga belinya. Misalnya, Investor A membeli saham PT X yang listing di BEI setahun yang lalu dengan harga Rp3.500. Saat ini, harga saham PT X telah meningkat menjadi Rp3.750. Jika investor A menjual sahamnya pada harga tersebut, maka ia akan menikmati capital gain atau keuntungan sebesar Rp250 per saham (tanpa perhitungan pajak dan komisi). Akan tetapi, investasi saham juga dapat menimbulkan risiko investasi bagi investor, yakni dalam bentuk capital loss (Adnyana, 2020). Dalam hal ini, investor akan mengalami capital loss jika harga beli sahamnya lebih besar daripada harga jualnya. Misalnya, investor A membeli saham PT X setahun yang lalu pada harga Rp3.500. Saat ini, harga saham turun menjadi sebesar Rp3.100. Jika ia menjual sahamnya, maka ia akan rugi sebesar Rp400 (tanpa perhitungan pajak dan komisi) (Adnyana, 2020) .

2.7 Penelitian Terdahulu

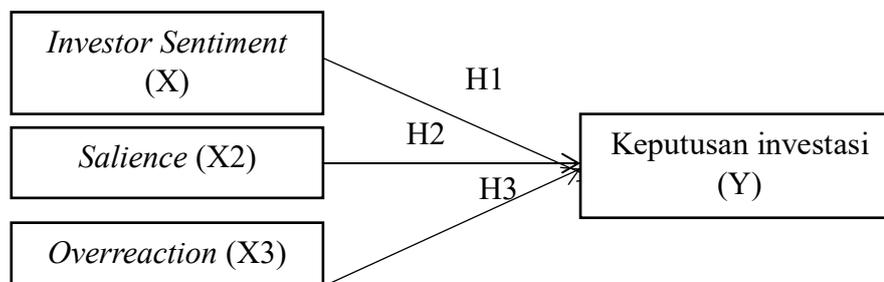
Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| NO. | Nama (Tahun) | Judul Penelitian | Variabel | Metode | Hasil |
|-----|----------------------------|---|---|------------------------|--|
| 1. | Yalcin <i>et.al</i> (2016) | <i>Developing an instrument for measuring the effect of heuristics on investment decisions.</i> | X: <i>Heuristics(salience, representativeness, mental accounting)</i> Z: <i>Demographic characteristics (gender,age,education level, marital status, investment exsperince)</i> | (PLS-SEM) dengan AMOS. | <i>Heuristics(salience, representativeness, mental accounting)</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi Karakteristik demografi, hanya pengalaman investasi yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi. |
| 2. | Chaudary, (2018) | <i>Does salience matter in investment decision?: Differences between individual and professional investors.</i> | X1: <i>Salience</i> Y: <i>Investment decisions short-term</i> Y2: <i>Investment decisions long-term</i> | Kuesioner. (PLS-SEM) | Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>salience</i> berpengaruh positif dalam jangka pendek dan jangka panjang keputusan investasi |
| 3. | Metawa <i>et.al</i> (2018) | <i>Impact of behavioral factor on investor financial decisions: case of Egyptian stock marke.t</i> | X: <i>Demographic characteristics(age ,gender, educational level, investment experience)</i> Y: <i>Invesment decision</i> Z: <i>Behavioral Factor (investor sentiment, overconfindace, over/underraction, herd behavior).</i> | Model ekonometrika | Faktor perilaku berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Faktor demografi(<i>age ,gender, educational level</i>) berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi. |

| NO. | Nama (Tahun) | Judul Penelitian | Variabel | Metode | Hasil |
|-----|--------------------------------------|--|--|--|---|
| 4. | Nareswari <i>et.al.</i> (2021) | <i>The impact of behavioral aspects on investment decision making.</i> | X1: <i>Investor sentiment</i> X2: <i>Overconfidence</i> X3: <i>Salience</i> X4: <i>Overreaction</i> X5: <i>Herding</i> Y: <i>Investment Decisions</i> | Skala Likert 1-5. (PLS-SEM). Slovin tingkat error 5% | Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sentiment investor, overconfidence, saliience, overreaction dan herd behavior berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan investasi |
| 5. | Khalisa <i>et.al.</i> (2020) | Pengaruh <i>behavioral factors</i> terhadap pengambilan keputusan investasi financial individu | X1: <i>Investor sentiment</i> X2: <i>Overconfidence</i> X3: <i>Overreaction & underreaction</i> X4: <i>Herd behavior</i> Y : Keputusan investasi | Regresi Berganda | Hasil penelitian menunjukkan bahwa behavioral factors investor sentiment, overreaction dan underreaction, dan herd behavior memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi sedangkan behavioral factor overconfidence tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi. |

Sumber: Tabel Dibuat peneliti 2023

2.8 Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

Sumber: Dibuat Peneliti (2023)

Keterangan:

—————> = Secara parsial

2.9 Hipotesis

2.9.1 Pengaruh *investor sentiment* terhadap keputusan investasi

Ada dua hal yang penting dalam berinvestasi yakni return dan risiko, investor ingin maksimal dalam pengembalian dengan risiko yang minimal. Komponen yang sama pentingnya adalah kisaran perubahan harga saham pengembalian (Nareswari *et.al.*, 2021). Brown (1999) menyatakan bahwa jika kebisingan pedagang mempengaruhi harga dan sinyal dari kebisingan (*noise*) tersebut adalah sentiment. Brown and Cliff (2008) menyelidiki sentiment investor dan imbal hasil jangka pendek yang berfokus pada agregat pasar. Dengan menggunakan dua survey *sentiment investor*, yaitu survey harian oleh *American Association of individual investors* dan survey mingguan oleh *investor intelligence*, mereka menemukan bahwa tingkat sentiment sangat berkorelasi dengan pengembalian pasar.

Menurut Baker & Wunglers, 2006. *Investor sentiment* adalah kepercayaan investor terhadap arus kas masa depan perusahaan yang tidak didukung oleh informasi akuntansi (*fundamental*). Penelitian yang dilakukan oleh Nareswari *et.al.*, (2021) menemukan bahwa *investor sentiment* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa investor di Indonesia dalam mengambil keputusan dipengaruhi oleh keyakinan mereka pada arus kas masa depan perusahaan meskipun mereka tidak didukung oleh optimism atau pesimisme dari investor mengenai saham individu dan kondisi pasar.

Hasil penelitian Khalisa *et.al.*, (2020) menunjukkan bahwa investor di Jakarta masih terpengaruh oleh faktor emosional, dan juga informasi dari luar dalam mengambil keputusan investasi seperti informasi pergerakan harga saham, pendapat orang yang dianggap lebih ahli / sumber internet. Penelitian yang dilakukan oleh Nareswari *et.al.* (2021) dan Metawa *et.al.* (2018) bahwa sentiment investor berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan investasi, hal tersebut mengindikasikan bahwa investor di Indonesia dalam mengambil keputusan dipengaruhi oleh keyakinan mereka pada arus kas masa depan perusahaan meskipun tidak didukung oleh informasi

(mendasar) informasi akuntansi. Sentiment terkait erat dengantingkat tinggi optimism atau pesimisme dari investor mengenai saham individu dan kondisi pasar.

H1: *Investor sentiment* berpengaruh terhadap keputusan investasi

2.9.2. Pengaruh *salience* terhadap keputusan investasi

Proses alternatifpemilihan keputusan membutuhkan usaha dan waktu. Karena itu investor menggunakan arti-penting untuk mengatasi kesulitan dalam pengambilan keputusan (Yalcin *et.al.*, 2018). Penelitian yang dilakukan oleh (Nareswari *et.al.* (2021; Chaunday (2018)) menunjukkan bahwa *salience* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Artinya,investor Indonesia lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang lebih terkenal karena hal tersebut cenderung meningkatkan kepercayaan diri dan optimisme Selain itu, bisa juga diartikan bahwa investor di indonesia terbukti tidak sepenuhnya rasional mengandalkan jalan pintas seperti berinvestasi di saham-saham ternama.

Salience juga dikenal dengan bias keakraban (Yalcin *et.al.*, 2016) dan keakraban melahirkan investasi (Huberman, 2001). Perilaku bias ini tidak dapat dihindari karena keputusan investasi melibatkan pemilihan satu opsi yang tepat dari dari beberapa opsi yang membutuhkan penilaian (Nareswari *et.al.*, 2021).

H2: *Salience* berpengaruh terhadap keputusan investasi

2.9.3 Pengaruh *overreaction* terhadap keputusan investasi

Studi terbaru mengungkapkan reaksi berlebihan di pasar negara berkembang juga. Boubaker *et.al.* (2015) menunjukkan bukti reaksi berlebihan jangka pendek di Bursa Efek Mesir. Dengan menganalisis pengembalian saham harian untuk periode 2003 hingga 2010, mereka menemukan bahwa "pecundang" mengungguli "pemenang" dalam jangka pendek. Mereka juga menunjukkan efek negatif pada pengembalian saham serangan teroris tiga hari pasca peristiwa dan pembalikan harga pada hari keempat.

Demikian pula, Piccoli *et al.*, (2017) menemukan bukti reaksi berlebihan jangka pendek dalam indeks pasar Brasil. Dengan menganalisis pengembalian abnormal kumulatif, mereka menunjukkan bahwa saham cenderung bereaksi berlebihan terhadap berita positif dan negatif, dan bukti reaksi berlebihan tersebut lebih kuat saat volatilitas rendah. Daniel *et.al.*,(1998) mengemukakan bahwa keyakinan berlebihan

dimiliki investor menyebabkan terlalu tingginya sinyal pribadi mereka mengenai nilai saham, sementara atribusi diri mereka yang bias menyebabkan terlalu rendahnya sinyal publik.

Investor tidak sepenuhnya bersikap rasional dalam mengambil keputusan investasi karena investor terbukti cenderung membebani berita positif atau negatif yang berujung pada peningkatan atau penurunan harga saham (Nareswari *et.al.*, 2021). Keputusan investasi umumnya melibatkan berbagai informasi, baik informasi publik maupun informasi swasta. Informasi merupakan komponen penting yang memicu investor untuk memilih strategi investasi yang dianggap layak dan menguntungkan (Nareswari *et.al.*, 2021).

Overreaction diartikan sebagai Investor yang bereaksi berlebihan terhadap berita yang tidak terduga (De Bond & Thaler, 1995). Penelitian yang dilakukan oleh Nareswari *et.al.*, (2021) menemukan bahwa investor di Indonesia secara sistematis bereaksi secara berlebihan terhadap informasi yang tidak diharapkan memasuki pasar modal sehingga terjadi respon ekstrim pada waktu tertentu. Jadi, itu bisa terlihat bahwa investor tidak sepenuhnya rasional dalam mengambil sebuah keputusan investasi karena investor terbukti cenderung membebani berita positif atau negatif yang berujung pada peningkatan atau penurunan harga saham.

H3: *Overreaction* berpengaruh terhadap keputusan investasi