

Pengaruh *Behavioral Factors* Terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Finansial Individu

Anita Khalisa, Charpri Kurnia Karismasari, Hirzi Hikmatul Ikhsan, Niken Saraswati

School of Business and Economics Universitas Prasetiya Mulya
JL. RA. Kartini (TB Simatupang), Cilandak Barat Jakarta Selatan, Jakarta 12430 Indonesia

Corresponding author: 15131810002@student.prasetiyamulya.ac.id

Abstrak

Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui pengaruh *behavioral factors* investor yang terdiri dari *sentiment*, *overconfidence*, *overreaction* and *underreaction* and *herd behavior* terhadap pengambilan keputusan investasi di pasar modal di Jakarta. 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. Hal ini menunjukkan bahwa investor di Pasar Modal di Jakarta masih terpengaruh oleh faktor emosional, dan juga informasi dari luar dalam mengambil keputusan investasi, seperti contohnya informasi pergerakan harga saham, pendapat orang yang dianggap lebih ahli, ataupun sumber internet. Oleh karena itu, dari hasil ini diharapkan para pembuat kebijakan atau manajer *portfolio* untuk dapat semakin memberikan transparansi mengenai informasi dan risiko investasi yang akan diperoleh oleh investor. Selain itu, bagi investor individu diharapkan dapat mencari dan mempelajari data yang lebih baik dalam sebelum mengambil keputusan. Jurnal ini menggunakan referensi dari dua jurnal penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya: (Metawa *et al.* 2018) dan (Mahanthe & Sugathadasa 2019).

Kata kunci: *sentiment*, *overconfidence*, *overreaction* & *underreaction*, *herd behavior*

Abstract

The purpose of this study is to determine the influence of investors' behavioral factors of sentiment, overconfidence, overreaction and underreaction, and herd behavior towards investment decision in stock market in Jakarta. The results shows that

behavioral factors investor sentiment, overreaction and underreaction, and herd behavior has influence on investment decisions while behavior factor overconfidence does not have an influence on investment decisions. This shows that investor in Jakarta stock market is still influenced by emotional factor and external information in making investment decision, such as information on stock price movements, opinions from more expert people, and internet sources. Therefore, it is expected that policy makers or portfolio managers will increasingly provide transparency regarding the information and risks of investments that will be obtained by investors. In addition, individual investors are expected to be able to gather and study better data before making an investment decision. This journal uses references from two previous research journals: (Metawa et al. 2018) and (Mahanthe & Sugathadasa 2019).

Key words: sentiment, overconfidence, overreaction & underreaction, herd behavior

1. Pendahuluan

Indonesia merupakan salah satu negara yang memiliki potensi ekonomi yang baik dengan tingkat pertumbuhan ekonomi sebesar 5% – 6% (BPS 2019). Disrupsi teknologi menjadi salah satu factor pendukung pertumbuhan ekonomi. Dengan semakin maraknya penyedia jasa finansial dan *financial technology* mendorong masyarakat untuk berinvestasi, salah satunya dengan berinvestasi saham.

Saham adalah surat berharga yang merupakan instrumen bukti kepemilikan atau penyertaan dari individu atau institusi dalam suatu perusahaan (Raharjo 2006). Investasi saham merupakan salah satu pilihan investasi yang menarik saat ini. Menurut data yang dikeluarkan oleh OJK ada kenaikan jumlah *single investor identification* selama lima tahun terakhir sebesar 151% dari 364.465 menjadi 915.675. Namun dari jumlah besar investor yang ada, 85% hingga 90% adalah investor gagal (Setiaatmaja 2019). Faktor yang mempengaruhi kegagalan tersebut antara lain karena investor kurang percaya diri sehingga mengekor investor asing, bertransaksi berdasarkan rumor, dan melakukan transaksi terlalu sering (*overtrading*) (Utami 2015).

Berdasarkan teori *behavioral factors*, keputusan investor untuk membeli dan menjual saham cenderung berdasarkan pengaruh psikologis sehingga investor terkadang

melakukan hal yang tidak rasional. Hal ini membuat investor terlalu yakin atau pesimis terhadap keputusan yang diambil. Ketika pasar sedang bergerak naik (*bullish*) investor sangat tertarik untuk membeli saham, sedangkan ketika pasar sedang melemah (*bearish*) investor tidak bisa memiliki keyakinan untuk membeli saham.

Penelitian mengenai keputusan investasi sudah sering dilakukan di Indonesia. Akan tetapi, *independent variabel* yang sering diteliti adalah faktor demografi, *financial literacy* dan kondisi keuangan (Pertiwi 2018). Di Indonesia, sudah ada beberapa penelitian mengenai keterkaitan *behavioral factors* dengan keputusan investasi (Hayati 2015; Budiarto & Susanti 2017). Akan tetapi penelitian tersebut masih belum membahas pengaruh keseluruhan tipe *behavioral factors* terhadap keputusan investasi. Dalam penelitian ini, peneliti melakukan analisis pengaruh keseluruhan *behavioral factors* terhadap keputusan investasi finansial.

Dari hasil analisis terhadap 212 responden didapatkan adanya pengaruh *behavioral factors* (*investor sentiment, over/underreaction, herd behavior*) terhadap keputusan investasi finansial kecuali faktor *overconfidence*. Penelitian ini diharapkan dapat mengenali *behavioral factors* dari investor, sehingga bisa menjadi pertimbangan bagi investor individual maupun manajer investasi.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesa

2. 1. Tinjauan Pustaka

Behavioral factors adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologis mempengaruhi perilaku keuangan (Shefrin & Statman 2000). Perilaku pemain saham ini adalah sebagai perilaku dari praktisi (Shefrin & Statman 2000). Sedangkan definisi lain dari *behavioral factors*, yaitu mempelajari bagaimana manusia sebenarnya berperilaku dalam pengaturan keuangan (Nofsinger 2001).

Behavioral factors juga mencoba untuk menjelaskan dan meningkatkan pemahaman tentang pola investor termasuk aspek emosional dan sejauh mana hal tersebut mempengaruhi proses pengambilan keputusan. Lebih khusus lagi, *behavioral factors* mencoba untuk menemukan jawaban terkait hal apa, mengapa dan bagaimana keuangan dan investasi dari perspektif individu.

Bagian ini membahas empat *behavioral factors* utama yang dianalisis dalam tulisan ini: *investor sentiment*, *overconfidence*, *overreaction and underreaction*, dan *herd behavior* dalam konteks keputusan investasi oleh investor.

2.1.1. *Investor Sentiment*

Investor sentiment adalah bagian dari ekspresi perilaku finansial. Dalam beberapa hasil penelitian, sentimen investor 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 sentimen investor 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.

Investor sentiment di definisikan sebagai keyakinan dan perspektif investor tentang arus kas masa depan atau tingkat diskonto yang tidak didukung oleh fundamental utama (Baker & Wurgler 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.

Lee *et al.* (1991), berpendapat bahwa diskon dana yang tertutup mencerminkan kompensasi terhadap risiko dari harga jual kembali di pasar yang tersegmentasi, yang terutama terdiri dari investor individu. Mereka juga menyebutkan bahwa *investor sentiment* adalah faktor kunci yang mempengaruhi perilaku investasi investor individu. Temuan empiris mereka menunjukkan hubungan yang kuat antara pengembalian

bulanan perusahaan NYSE dan perubahan diskon dana akhir untuk periode dari Juli 1965 hingga Desember 1985. Mereka juga menemukan bahwa anomali diskon dan efek perusahaan kecil sebagian terkait dengan perubahan *investor sentiment*. Ini menunjukkan bahwa ketika investor berubah pesimistis (optimis), pengembalian ke perusahaan kecil menurun (meningkat) dan diskon melebar (menyusut). Mereka juga menggunakan indeks intelijen sentimen investor sebagai ukuran langsung dari *investor sentiment* untuk menguji dampak kegaduhan sentimen investor pada pembentukan volatilitas dan pengembalian yang diharapkan. Mereka menemukan bahwa pergeseran sentimen berkorelasi negatif dengan volatilitas pasar (Lee *et al.* 2002).

Sentimen 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 sentimen tersebut pada reaksi harga saham terbukti dalam kasus saham kecil, *volatile*, baru, non-dividen, 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 1997). 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.

2.2.2. *Investor Overconfidence*

Dalam menilai kemampuan mereka, para investor mendapat terlalu banyak pujian atas keberhasilan mereka. Ini membuat mereka menjadi terlalu percaya diri (Gervais &

Odean 2001). Dia menganalisis pola dalam volume perdagangan, keuntungan yang diharapkan, volatilitas harga, dan hasil yang diharapkan dari kepercayaan diri yang berlebih ini. Level kepercayaan yang berlebihan dari seorang investor meningkat pada tahap awal kariernya. Kemudian dengan lebih banyak pengalaman, mereka menjadi lebih mengenali kemampuan mereka sendiri.

Studi dalam *behavioral factors* menunjukkan bahwa rata-rata individu, cenderung melebih-lebihkan peluang keberhasilan dan meremehkan peluang kegagalan atau risiko (Hirshleifer *et al.*, 2012; Dittrich *et al.* 2005), menganalisis *overconfidence* investor dalam pengaturan eksperimental mereka dan menyimpulkan bahwa *overconfidence* berhubungan positif dengan pilihan suboptimal dan keputusan yang kompleks dan berhubungan negatif dengan usia dan ketidakpastian keputusan.

Analisis perilaku perdagangan dari investor laki-laki dan perempuan dan menyimpulkan bahwa investor laki-laki cenderung lebih banyak melakukan perdagangan daripada perempuan dan dengan demikian mengurangi pengembalian investasi mereka secara signifikan karena pola perdagangan yang berlebihan. Perbedaan perilaku perdagangan seperti ini lebih terlihat antara investor pria dan wanita lajang (Barber & Odean 2001).

Dalam model pasar multi-periode, menunjukkan bahwa investor, pada tahap awal karir mereka, cenderung melebih-lebihkan kesuksesan mereka sendiri. Estimasi berlebihan seperti itu menyebabkan terlalu percaya diri dalam menetralkan perdagangan karena investor mengakumulasi pengalaman mereka (Gervais & Odean 2001). Wang (2001) menjadi investor yang bertahan hidup dengan pengaturan *game* evolusioner. Dia menyimpulkan bahwa dalam kasus skenario pengambilan risiko yang besar, investor yang terlalu percaya diri dapat bertahan atau bahkan mendominasi pasar. Hasilnya juga menunjukkan bahwa investor yang pesimistis tidak bertahan di pasar.

2.2.3. *Overreaction and Underreaction*

Investor terlalu percaya diri dan menunjukkan bias dalam diri sendiri (Daniel *et al.* 1998). Para penulis mendefinisikan *overconfidence* yang berarti bahwa investor terlalu percaya pada informasi pribadi mereka sendiri, yang mengarah pada reaksi berlebihan

yang sistematis terhadap informasi pribadi dan reaksi yang rendah terhadap informasi publik. Mereka menggunakan gagasan bahwa investor *overreaction* terhadap informasi pribadi mereka dan hanya menyesuaikan secara perlahan ketika sinyal publik bertentangan. *Underreaction* tidak disebabkan oleh sinyal itu sendiri tetapi hanya konsekuensi dari reaksi awal yang berlebihan dan kemudian perbaikan dari kesalahan harga di awal. Sebaliknya, jika sinyal menguatkan keyakinan investor, maka reaksi berlebihan akan berlanjut dan harga akan bergerak lebih jauh dari garis dengan penilaian rasional.

Hong dan Stein (1999) memodelkan fenomena *underreaction* dan *overreaction* dengan berfokus pada pasar yang terdiri dari investor yang heterogen. Model *infinite-horizon* mereka memprediksi bahwa harga saham akan kurang bereaksi terhadap informasi dalam jangka pendek hingga menengah, tetapi akan bereaksi berlebih dalam jangka panjang. Mereka mengidentifikasi dua jenis investor: "pendatang baru" yang berdagang berdasarkan informasi pribadi, dan "investor momentum" yang berdagang berdasarkan perkiraan sederhana dengan memperkirakan perubahan harga sebelumnya. Ketika pendatang baru aktif, harga akan menyesuaikan dengan lambat terhadap informasi baru yang menyebabkan *underreaction*, tetapi tidak pernah *overreaction*. Demikian pula, ketika investor momentum aktif mereka akan berdagang berdasarkan perubahan harga masa lalu, dengan demikian menghasilkan momentum dan menyebabkan harga melampaui *overshoot* dalam jangka panjang, dan meniadakan segala reaksi yang ditinggalkan oleh para pendatang baru.

2.2.4. Herd Behavior

Peneliti akademik telah mencurahkan banyak upaya untuk memahami *herding behavior* peserta pasar dan pengaruhnya terhadap keamanan harga. *Herding* dapat menjadi rasional atau tidak rasional. Pandangan bahwa *herding* itu irasional berfokus pada psikologi investor di mana investor mengabaikan kepercayaan mereka sendiri dan mengikuti orang lain secara membabi buta. Di sisi lain, pandangan bahwa *herding* itu rasional berfokus pada lingkungan informasi dari investasi yang mendasarinya (Devenow & Welch 1996).

Secara khusus, adalah rasional dan optimal bahwa bagi investor untuk mengabaikan informasi pribadi mereka sendiri dan berdagang dengan orang banyak karena risiko reputasi yang berbeda dari yang lain (Scharfstein & Stein 1990). Selain itu, adalah rasional dan optimal untuk diikuti oleh investor karena mereka percaya bahwa informasi pribadi seseorang tidak cukup kuat untuk membalikkan keputusan orang banyak (Bikhchandani *et al.* 1992) atau karena *herding investor* yang diterima berkorelasi dengan informasi pribadi (Froot *et al.* 1992; Hirshleifer *et al.* 1994).

Adalah penting untuk dapat membedakan secara empiris antara dua pandangan tentang *herding behavior* ini: pandangan bahwa *herding* yang tidak rasional berpotensi menyebabkan inefisiensi pasar, sedangkan pandangan bahwa *herding* yang rasional hanya menyiratkan realokasi aset yang efisien berdasarkan informasi umum yang bersifat fundamental. Sayangnya, sulit untuk menguji secara langsung model *herding* teoretis ini karena tidak ada data tentang informasi pribadi yang tersedia bagi investor. Oleh karena itu, sulit untuk membedakan apakah investor telah memutuskan untuk mengabaikan informasi mereka sendiri dan meniru orang lain.

Bukti empiris *herd behavior* oleh perusahaan pialang di pasar Indonesia. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa investor domestik dan asing cenderung *herding* sementara perilaku seperti itu banyak digunakan untuk investor asing. *Herd behavior* tidak terbatas pada investasi individu tetapi juga mempengaruhi investor institusi (Agarwal *et al.*, 2011).

Teori model *herding* secara luas dapat dibagi menjadi dua kategori: 1) *herding* yang menghasilkan harga yang efisien dan memungkinkan pasar untuk memasukkan informasi ke dalam harga aset menjadi lebih cepat daripada yang akan terjadi, dan 2) *herding* yang berpotensi mendorong keamanan harga di luar nilai-nilai fundamental, sehingga menghasilkan pengembalian pengembalian berikutnya.

2.2. Pengembangan Hipotesa

Dalam penelitian pada jurnal rujukan disebutkan bahwa ada pengaruh demografi (umur, pendidikan, jenis kelamin and pengalaman) terhadap *investment decision* dengan

mediasi *behavioral factors*. Akan tetapi dalam jurnal kami, penelitian tersebut kami gabungkan dengan penelitian di pasar modal Colombo yang menunjukkan bahwa ada pengaruh positif *behavioral factors* terhadap keputusan investasi (Mahanthe & Sugathadasa 2019) sehingga terbentuk hipotesa sebagai berikut:

H1: *Investor sentiment* memiliki pengaruh terhadap *investment decision*

H2: *Overconfidence* memiliki pengaruh terhadap *investment decision*

H3: *Over/Underreaction* memiliki pengaruh terhadap *investment decision*

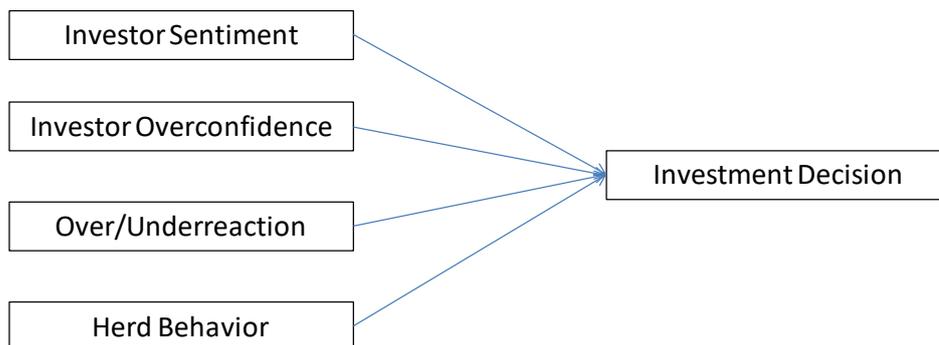
H4: *Herd behavior* memiliki pengaruh terhadap *investment decision*

Pengaruh demografi terhadap *behavioral factor* tidak peneliti masukkan dalam hipotesa.

3. Metodologi Penelitian

3.1 Variables and measurement

Berdasarkan referensi jurnal (Metawa *et al.* 2018) dan (Mahanthe & Sugathadasa 2019), model penelitian yang dibuat seperti yang tergambar di Gambar 3.1.



Gambar 3.1.

Gambar 3.1 menunjukkan hubungan antara *behavioral factors* terhadap *investment decision*. *Independent variable* yang digunakan adalah *behavioral factors investor sentiment, investor overconfidence, over/underreaction, dan herd behavior*, sedangkan *dependent variable* adalah *investment decision*.

3.2. Pengumpulan data dan Sampling

Hasil penelitian berdasarkan kuesioner yang kami sebarakan terhadap 320 responden umum dengan data responden yang berinvestasi saham sebanyak 220 responden di

Pasar Modal Jakarta dengan batasan usia 18 – 60 tahun.

3.3. Pengukuran

Dalam kuesioner, responden memilih dari skala yang sudah ditentukan. Lima konstruk yang diukur dalam penelitian ini diperoleh dari hasil kuesioner, di mana responden menjawab setiap pertanyaan dengan skala lima poin tipe Likert, yang berkisar dari (1) 'sangat tidak setuju' hingga (5) 'sangat setuju'. Selain untuk mengukur kelima konstruk tersebut, peneliti juga memberikan pertanyaan terkait demografi responden (umur, jenis kelamin, lama melakukan *trading* saham, jumlah modal yang digunakan dalam *trading* saham).

Untuk menganalisis hasil dari penelitian ini, peneliti menggunakan software SPSS untuk melakukan uji kuantitatif. Uji kuantitatif yang dilakukan antara lain uji validitas dan reliabilitas terhadap konstruk dan kuesioner yang sudah dibuat oleh peneliti. Sedangkan untuk menguji hubungan antara *independent variable* dan *dependent variable*, penulis menggunakan metode regresi linier yang ada dalam *software* SPSS.

Regresi linier adalah sebuah pendekatan untuk memodelkan hubungan antara variabel terikat Y dan satu atau lebih variabel bebas yang disebut X (Kurniawan 2016).

Model regresi linier yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$ID = \alpha + \beta_1 IS + \beta_2 OC + \beta_3 OU + \beta_4 HB + \varepsilon$$

dimana:

ID = Investment Decisions

IS = Investor Sentiment

OC = Overconfidence

OU = Over/Underreaction

HB = Herd Behavior

α = Constant

ε = Error Ter

Pertanyaan yang digunakan bisa dilihat di lampiran.

4. Analisis Data

Dalam penelitian ini, data yang terkumpul diolah dan dianalisis menggunakan perangkat lunak statistik SPSS. Sebelum diolah, data terlebih dahulu diperiksa untuk mengecualikan data-data yang memiliki kualitas tidak sesuai ekspektasi, seperti data yang memiliki rating yang bias – misalnya menjawab satu nilai tertentu untuk semua pertanyaan – ataupun memiliki terlalu banyak kekosongan informasi. Setelah dilakukan pembersihan data, jumlah data responden yang digunakan dalam analisis adalah sebanyak 212 data dari 220 data.

Demografi responden yang penulis kumpulkan terdiri dari jenis kelamin, usia, pendidikan terakhir, pekerjaan, pengeluaran pribadi per bulan, lama responden berinvestasi saham, dan jumlah uang yang diinvestasikan dalam saham. Dari 212 responden, sebanyak 160 responden adalah laki-laki (75.5%) dan 52 responden adalah perempuan (24.5%). Dari segi usia, mayoritas responden adalah berusia 20 - 40 tahun (66%) dan 40 – 55 tahun (25.9%). Responden terbanyak dari segi pekerjaan adalah karyawan swasta (51.4%), dari segi pendidikan terakhir adalah S1 (67.5%), dan dari segi lama berinvestasi saham adalah >1 – 5 tahun (52.8%). Dilihat dari demografi finansial, sebaran responden dari segi pengeluaran pribadi per bulan dapat dikatakan cukup merata untuk setiap kategorinya (17% - 20%), sedangkan dari jumlah investasi saham mayoritas responden berinvestasi antara 10 juta – 100 juta rupiah (36.3%). Tabel 4.1 di bawah menyajikan ringkasan demografis dari responden.

Tabel 4.1: Ringkasan Demografis Responden

| | | Jumlah Responden | Persentase (%) |
|----------------------------|---------------|------------------|----------------|
| Jenis Kelamin | Laki-laki | 160 | 75.5% |
| | Perempuan | 52 | 24.5% |
| Usia | > 55 tahun | 8 | 3.8% |
| | 17 - 20 tahun | 9 | 4.2% |
| | 20 - 40 tahun | 140 | 66.0% |
| | 40 - 55 tahun | 55 | 25.9% |
| Pendidikan Terakhir | SMA | 8 | 3.8% |
| | Diploma | 6 | 2.8% |
| | S1 | 143 | 67.5% |
| | S2 | 51 | 24.1% |

| | | | |
|--------------------------------------|-------------------------------|-----|-------|
| | Others | 4 | 1.9% |
| Pekerjaan | Pelajar/Mahasiswa | 19 | 9.0% |
| | Pegawai Negeri | 5 | 2.4% |
| | BUMN | 12 | 5.7% |
| | Karyawan Swasta | 109 | 51.4% |
| | Wirausaha | 40 | 18.9% |
| | Others | 27 | 12.7% |
| Pengeluaran pribadi per bulan | < Rp. 3 juta | 41 | 19.3% |
| | > Rp. 3 juta - Rp. 6 juta | 40 | 18.9% |
| | > Rp. 6 juta - Rp. 10 juta | 47 | 22.2% |
| | > Rp. 10 juta - Rp. 25 juta | 47 | 22.2% |
| | > Rp. 25 juta | 37 | 17.5% |
| Lama berinvestasi saham | < 1 tahun | 45 | 21.2% |
| | > 1 - 5 tahun | 112 | 52.8% |
| | > 5 - 10 tahun | 33 | 15.6% |
| | > 10 - 25 tahun | 20 | 9.4% |
| | > 25 tahun | 2 | 0.9% |
| Jumlah investasi saham | < Rp. 10 juta | 33 | 15.6% |
| | > Rp. 10 juta - 100 juta | 77 | 36.3% |
| | > Rp. 100 juta - Rp. 250 juta | 38 | 17.9% |
| | > Rp. 250 juta - Rp. 500 juta | 24 | 11.3% |
| | > Rp. 500 juta | 40 | 18.9% |

4.1. Analisis Faktor

Survey yang dilakukan memiliki 44 pertanyaan yang terdiri dari:

- 3 pertanyaan mengenai tujuan investasi saham (X01 – X03)
- 18 pertanyaan mengenai *investment decisions* (Y04 – Y21)
- 23 pertanyaan mengenai *behavioral factors* (X22 – X44)

Untuk pertanyaan mengenai tujuan investasi saham, *investment decisions*, dan *behavioral factors*, peneliti menggunakan pertanyaan yang sama dengan pertanyaan kuesioner pada jurnal yang menjadi rujukan.

Dalam melakukan analisis faktor, peneliti menggunakan *Exploratory Factor Analysis* (EFA) terhadap variabel *behavioral factors* dan *investment decisions* untuk mengidentifikasi di faktor mana variabel-variabel tersebut dikelompokkan. Pada tahap

ini diperlukan beberapa kali penghapusan pertanyaan dari variabel yang tidak cocok karena menghasilkan jumlah faktor yang melebihi ekspektasi peneliti. Variabel pertanyaan yang dihapus antara lain Y5, Y6, Y11, Y12, Y15, Y16, Y19, Y20, Y21, X22, X23, X24, X32, X33, X34, X35, X36, X40, X41, dan X42. Setelah dilakukan penghapusan ini, variabel-variabel pertanyaan yang tersisa terbagi menjadi 5 faktor (4 *behavioral factors* dan 1 *investment decisions*).

Untuk menguji validitas dari faktor, dilakukan uji *Bartlett's test of Sphericity* dan *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling*. Dengan ukuran kecukupan sampel sebesar 0.856 (> 0.5) maka sampel dinilai cukup, dan dengan nilai *Bartlett's test of Sphericity* sebesar 1884.292 dengan tingkat signifikansi yang tinggi ($P < 0.000$) mengindikasikan bahwa terdapat korelasi antar variabel dan analisis dapat dilanjutkan. Hasil dari uji validitas ini disajikan pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2: KMO and Bartlett's Test

| | | |
|--|--------------------|----------|
| Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy. | | 0.856 |
| Bartlett's Test of Sphericity | Approx. Chi-Square | 1884.292 |
| | df | 210 |
| | Sig. | 0.000 |

Di bawah ini disajikan tabel-tabel hasil EFA (Tabel 4.3 dan Tabel 4.4). Dengan nilai *factor loading* untuk semua variabel > 0.5 , maka EFA memiliki signifikansi terhadap data yang dianalisis. Nilai Eigen yang lebih besar dari 1 menunjukkan adanya variasi yang cukup besar yang terkandung dalam data. Karena kelima faktor ini memiliki nilai Eigen lebih besar dari satu dan variansi kumulatif sebesar 62.692%, maka faktor-faktor tersebut dapat diterima keabsahannya.

Tabel 4.3: Exploratory Factor Analysis (EFA)

| Faktor | Variabel | Factor Loadings | | | | |
|--------|----------|-----------------|---|---|---|---|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

| | | | |
|-------------------------|-----|-------|-------|
| Investment Decisions | Y04 | 0.656 | |
| | Y07 | 0.789 | |
| | Y08 | 0.710 | |
| | Y09 | 0.724 | |
| | Y10 | 0.602 | |
| | Y13 | 0.783 | |
| | Y14 | 0.801 | |
| | Y17 | 0.723 | |
| | Y18 | 0.827 | |
| Investor Sentiment | X25 | | 0.690 |
| | X26 | | 0.736 |
| | X27 | | 0.760 |
| Investor Overconfidence | X28 | 0.659 | |
| | X29 | 0.832 | |
| | X30 | 0.737 | |
| | X31 | 0.756 | |
| Over/Underreaction | X37 | | 0.818 |
| | X38 | | 0.802 |
| | X39 | | 0.542 |
| Herd Behavior | X43 | | 0.776 |
| | X44 | | 0.747 |

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 6 iterations.

Tabel 4.4: Variansi untuk faktor

| | <i>Investment Decisions</i> Factor 1 | <i>Investor Overconfidence</i> Factor 2 | <i>Investor Sentiment</i> Factor 3 | <i>Over/Under reaction</i> Factor 4 | <i>Herd Behavior</i> Factor 5 |
|--------------------------------------|---|--|---------------------------------------|--|----------------------------------|
| Eigen Value | 6.348 | 2.891 | 1.479 | 1.351 | 1.095 |
| Proportion of Variance explained (%) | 30.227 | 13.769 | 7.045 | 6.436 | 5.216 |

| | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cumulative Variance explained (%) | 30.227 | 43.996 | 51.041 | 57.476 | 62.692 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|

Selanjutnya untuk menguji keandalan data, dilakukan uji Cronbach’s Alpha seperti disajikan di Tabel 4.5.

Tabel 4.5: Uji Cronbach’s Alpha variabel-variabel pada faktor

| | Cronbach's Alpha | N of Items |
|------------------------------------|---------------------|---------------|
| <i>Investment Decisions</i> | 0.909 | 9 |
| <i>Investor Overconfidence</i> | 0.749 | 4 |
| <i>Investor Sentiment</i> | 0.704 | 3 |
| <i>Over/Under reaction</i> | 0.642 | 3 |
| <i>Herd Behavior</i> | 0.617 | 2 |

Nilai Cronbach’s Alpha > 0.6 untuk semua faktor menunjukkan keandalan semua variabel yang ada dalam pertanyaan, dan dapat digunakan sebagai alat dalam survei pada penelitian ini.

4.2. Analisis Regresi

Analisis regresi dilakukan dengan menggunakan perangkat lunak statistik SPSS dengan *independent variable: investor Sentiment, investor overconfidence, over/underreaction, herd behavior*, dan *dependent variable* adalah *investment decisions*. Detail dari hasil regresi ini ditunjukkan oleh Tabel 4.6 dan Tabel 4.7.

Tabel 4.6 Model summary

| R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| .595 ^a | 0.355 | 0.342 | 0.82563 |

a. Predictors: (Constant), Herd_Behavior, Investor_Sentiment, OverUnderreaction, Investor_Overconfidence

Nilai *R Square* 0.355 menunjukkan bahwa 35.5% variasi dari *investment decision* dapat dijelaskan oleh variasi dari *investor sentiment*, *investor overconfidence*, *over/underreaction*, *herd behavior*.

Tabel 4.7 Uji signifikansi parameter

| Coefficients ^a | | | | | | | | |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|--------------|---------|--------|
| | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Correlations | | |
| | B | Std. Error | Beta | | | Zero-order | Partial | Part |
| (Constant) | 1.433 | 0.421 | | 3.402 | 0.001 | | | |
| Investor Sentiment | 0.462 | 0.058 | 0.456 | 7.934 | 0.000 | 0.517 | 0.483 | 0.443 |
| Investor Overconfidence | -0.052 | 0.090 | -0.034 | -0.575 | 0.566 | -0.081 | -0.040 | -0.032 |
| Over/Underreaction | 0.295 | 0.070 | 0.244 | 4.195 | 0.000 | 0.317 | 0.280 | 0.234 |
| Herd Behavior | -0.225 | 0.067 | -0.201 | -3.368 | 0.001 | -0.191 | -0.228 | -0.188 |

a. Dependent Variable: Investment Decision

Tabel 4.7 di atas memberikan gambaran hasil regresi dalam hubungan antara masing-masing *behavioral factors* dalam kaitannya dengan *investment decisions*.

Dari hasil di atas dapat dilihat bahwa *Sig.* dari faktor *investor sentiment*,

over/underreaction, dan *herd behavior* dengan angka 0000 atau 0.001. Dengan nilai *Sig.* < 0.05 , menunjukkan bahwa faktor-faktor tersebut memiliki pengaruh terhadap *investment decisions*. Sebaliknya untuk faktor *investor overconfidence*, dengan nilai *Sig.* 0.566 (> 0.05) menunjukkan bahwa *investor overconfidence* tidak memiliki pengaruh terhadap *investment decisions*.

4.3. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dapat dilakukan berdasarkan hasil dari analisis regresi yang sudah dilakukan. Dapat dilihat bahwa H1 terbukti di mana *investor sentiment* memiliki pengaruh terhadap *investment decisions*. Hipotesis H2 tidak terbukti, *overconfidence* tidak memiliki pengaruh terhadap *investment decisions*. Dua hipotesis lain yaitu H3 dan H4 terbukti, di mana *over/underreaction* dan juga *herd behavior* memiliki pengaruh terhadap *investment decisions*.

5. Kesimpulan

Dalam jurnal (Mahanthe & Sugathadasa 2019) menunjukkan bahwa ada pengaruh dari keseluruhan *behavioral factors* (*investor sentiment*, *overconfidence*, *over/underreaction*, dan *herd behavior*) terhadap *investment decisions*, sedangkan dari hasil penelitian ini ditemukan hanya tiga *behavioral factors* yang berpengaruh terhadap *investment decisions*, *investor sentiment*, *over/underreaction*, dan *herd behavior*. Sedangkan *behavioral factor overconfidence* tidak berpengaruh terhadap *investment decisions*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor individu di Jakarta masih terpengaruh oleh faktor-faktor yang irasional, sehingga bagi investor individu disarankan untuk mencari dan mempelajari informasi yang lebih valid sebelum mengambil keputusan investasi. Dan bagi para manajer *portfolio* dan pembuat kebijakan untuk dapat semakin memberikan transparansi mengenai informasi dan risiko investasi yang akan diperoleh kepada investor. Informasi dengan kualitas yang lebih baik dan lebih mudah diakses diperlukan oleh investor dalam melakukan keputusan investasi, baik informasi mengenai pasar maupun informasi mengenai risiko dari investasi yang akan mereka lakukan. Selain itu pengetahuan mengenai investasi saham masih sangat diperlukan.

Bagi peneliti berikutnya, akan lebih baik jika dapat melakukan analisis dengan data yang lebih banyak, dan dapat mencari variabel yang mempengaruhi keputusan investasi tidak hanya dari *behavioral factors* semata.

6. Daftar Pustaka

Agarwal, S., Chiu, I., Liu, C., dan Rhee, S.G. (2011), "The brokerage firm effect in herding: evidence from Indonesia", *Journal of Financial Research*, Vol. 34 No. 3, pp. 461-479.

Baker, M. dan Wurgler, J. (2006), "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", *The Journal of Finance*, Vol. 61 No. 4, pp. 1645-1680.

Barber, B.M. dan Odean, T. (2001), "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116 No. 1, pp. 261-292.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., dan Welch, I. (1992), "A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades", *Journal of Political Economy*, 100, pp. 992-1026.

BPS Website, <https://www.bps.go.id/>, (15 Agustus 2019)

Brown, G.W. dan Cliff, M.T. (2004), "Investor sentiment and the near-term stock market", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 11 No. 1, pp. 1-27.

Budiarto, A., Susanti (2017), "Pengaruh Financial Literacy, Overconfidence, Regret Aversion Bias, dan Risk Tolerance terhadap Keputusan Investasi", *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol. 05 No. 02, pp. 1-9.

Daniel, K., Hirshleifer, D. dan Subrahmanyam, A. (1998), "Investor psychology and security market under-and overreactions", *The Journal of Finance*, Vol. 53 No. 6, pp. 1839-1885.

De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., dan Waldmann, R.J. (1990), “Noise trader risk in financial markets”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98 No. 4, pp. 703-738.

Devenow, A. dan Welch, I. (1996),” Rational Herding in Financial Economics,” *European Economic Review*, 40, pp.603-615.

Dittrich, D.A., Güth, W., dan Maciejovsky, B. (2005), “Overconfidence in investment decisions: an experimental approach”, *The European Journal of Finance*, Vol. 11 No. 6, pp. 471-491.

Froot, K., Scharfsein, D., dan Stein, J. (1992), “Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation”, *The Journal of Finance* 47, 1461-1484.

Gervais, S. dan Odean, T. (2001), “Learning to be overconfident”, *Review of Financial Studies*, Vol. 14 No. 1, pp. 1-27.

Hayati, Z. (2015), “Pengaruh Faktor Psikologis terhadap Keputusan Pemilihan Alternatif Investasi”, Surabaya.

Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., dan Titman, S. (1994), “Security Analysis and Trading Patterns When Some Investors Receive Information Before Others”, *Journal of Finance* 49, 1665-1698.

Hirshleifer, D., Low, A. dan Teoh, S.H. (2012), “Are overconfident CEOs better innovators?”, *The Journal of Finance*, Vol. 67 No. 4, pp. 1457-1498.

Hong, H. dan Stein, J., C. (1999), “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets”, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 6, pp. 2143-2184.

Kurniawan, R. dan Yuniarto, B. (2016), “Analisis Regresi - Dasar dan Penerapannya dengan R”, Kencana.

Lee, C., Shleifer, A., dan Thaler, R.H. (1991), “Investor sentiment and the closed-end fund puzzle”, *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 1, pp. 75-109.

Lee, W.Y., Jiang, C.X., dan Indro, D.C. (2002), “Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 26 No. 12, pp. 2277-2299.

Mahanthe, J.W.S.M.D.S, dan Sugathadasa, D.D.K. (2019),” The Impact of Behavioural Factors on Investment Decision Making in Colombo Stock Exchange”, *The International Journal of Business & Management*, Vol. 6 Issue 8, pp. 199-207.

Metawa, N., Hassan, M.K., Metawa, S., dan Safa, M.F. (2018), “Impact of behavioral factors on investor’ financial decisios: case of the Egyptian stock market”. *Emerald Insight IMEFM* No 12,1 (April-May): 30-37

Mian, G.M. dan Sankaraguruswamy, S. (2012), “Investor sentiment and stock market response to earnings news”, *The Accounting Review*, Vol. 87 No. 4, pp. 1357-1384.

Nofsinger, J. (2001). “The Impact of Public Information on Investors”. *Journal of Banking and Finance*. Vol: 25, 1339-1366.

Qiang, Z. dan Shu-e, Y. (2009), “Noise trading, investor sentiment volatility, and stock returns”, *Systems Engineering –Theory& Practice*, Vol. 29 No. 3, pp. 40-47.

Pertiwi, M.M. (2018), “Pengaruh Financial Literacy dan Faktor Demografi terhadap Keputusan Investasi Mahasiswa”, Yogyakarta.

Raharjo. (2006). “Panduan Investasi Saham dari A sampai Z”, *Kiat membangun Aset Kekayaan, Elex Media Komputindo*, Jakarta: 32.

Setiaatmaja (2019), Website Kontan, <https://investasi.kontan.co.id/news/sekitar-90-investor-saham-indonesia-gagal-simak-cara-ampuh-para-investor-ini>, (15 Agustus 2019).

Scharfstein, D.S. dan Stein, J.C. (1990), “Herd behavior and investment”, *The American Economic Review*, Vol. 90 No. 3, pp. 465-479.

Shefrin, H. dan Statman, M. (2000), “Behavior Portfolio Theory”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol: 35, 127-151.

Shleifer, A. dan Vishny, R. (1997), “The limits of arbitrage”. *Journal of Finance*. Vol: 52, 35-55.

Utami (2015), “Kajian Fenomenologi dalam sentuhan Behavioral Finance”, *Manajemen Psikologi dalam Investasi Saham*, Bendatu (ed), Andi Offset, Yogyakarta: 7.

Wang, F.A. (2001), “Overconfidence, investor sentiment, and evolution”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 10 No. 2, pp. 138-170.