

DISERTASI
ANALISIS PERILAKU INVESTOR
TERHADAP PENGAMBILAN KEPUTUSAN DI PASAR SAHAM
(INVESTOR MAKASSAR)

THE ANALYSIS OF INVESTORS' BEHAVIORS
TOWARD DECISION MAKING IN STOCK MARKET
(MAKASSAR INVESTORS)

ROSNANI SAID
P0500316408



PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020

DISERTASI
ANALISIS PERILAKU INVESTOR TERHADAP
PENGAMBILAN KEPUTUSAN DI PASAR SAHAM
(INVESTOR MAKASSAR)

THE ANALYSIS OF INVESTORS' BEHAVIOUR
TOWARD DECISION MAKING IN STOCK MARKET
(MAKASSAR INVESTORS)

sebagai persyaratan untuk memenuhi gelar Doktor

disusun dan diajukan oleh

ROSNANI SAID
P0500316408



kepada

PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020

DISERTASI

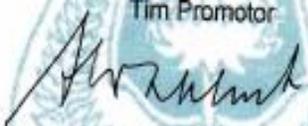
**ANALISIS PERILAKU INVESTOR TERHADAP PENGAMBILAN
KEPUTUSAN DI PASAR SAHAM (INVESTOR MAKASSAR)**

disusun dan diajukan oleh :

**ROSNANI SAID
P0500316408**

Telah dipertahankan dalam sidang Ujian Disertasi
pada tanggal 27 Oktober 2020
dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

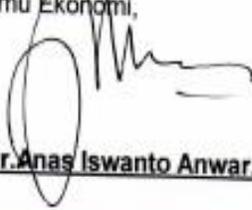
Menyetujui
Tim Promotor


Prof. Dr. Abdul Rakhman Laba, SE., MBA
Promotor


Dr. Nurdjannah Hamid, SE., M.Agr.
Ko-Promotor I


Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si
Ko-Promotor II

Ketua Program Studi
Ilmu Ekonomi,


Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., MA



Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin,


Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si.

PERNYATAAN KEASLIAN DISERTASI

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : Rosnani Said
NIM : P0500316408
Jurusan/program Studi : Ilmu Ekonomi

Menyatakan dengan sebesar-besarnya bahwa disertasi yang berjudul :

ANALISIS PERILAKU INVESTOR TERHADAP PENGAMBILAN KEPUTUSAN DI PASAR SAHAM (INVESTOR MAKASSAR)

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang sepengetahuan saya di dalam naskah disertasi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka. Apabila di kemudian hari ternyata di dalam naskah disertasi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai peraturan dan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 2 tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, Oktober 2020
Yang membuat pernyataan



Rosnani Said

PRAKATA

Bismillahi Rahmani Rahim

Puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT, yang mana atas limpahan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan pendidikan Doktor pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis (FEB) Universitas Hasanuddin dengan tugas akhir yang berjudul “ Analisis Perilaku Investor terhadap Pengambilan Keputusan di Pasar Saham (Investor Makassar).

Shalawat dan salam juga penulis ucapkan kepada Baginda Rasulullah Muhammad SAW, beserta keluarga dan sahabatnya, yang telah membawa umat manusia melewati masa Jahiliyah ke masa sekarang.

Penulis menyadari bahwa tidak sedikit kendala dan permasalahan yang dihadapi selama proses perkuliahan, proses konsultasi, proses penelitian hingga penulisan disertasi ini, tidak terlepas dari dukungan banyak pihak, baik dosen, pimpinan, kolega, rekan-rekan mahasiswa, sahabat dan keluarga. Dengan penuh kerendahan dan ketulusan hati, penulis mengucapkan terimakasih yang tidak terhingga dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

1. Rektor Universitas Hasanuddin, ibu **Prof.Dr.Dwia AriesTina Pulubuhu, M.A.**, selaku Rektor Universitas Hasanuddin yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk mengikuti pendidikan Doktor Ilmu Ekonomi pada Sekolah Pasca Sarjana Universitas Hasanuddin Makassar.
2. Bapak **Prof.Dr. Abdul Rahman Kadir, SE.,M.Si.,CIPM** selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin, beserta Wakil Dekan atas segala bantuan yang telah penulis terima selama menempuh pendidikan.
3. **Lembaga Pengelolah Dana Pendidikan (LPDP) dan Kementerian Riset dan Teknologi- Badan Riset dan Inovasi Nasional Republik Indonesia** sebagai penyandang dana pendidikan melalui beasiswa BUDI-DN.
4. Bapak **Dr. Anas Iswanto Anwar, S.E.,M.A.** Ketua Program Studi Doktor (S3) Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin periode 2019 – sekarang atas arahan, bimbingan, dan dukungan kepada penulis selama menempuh pendidikan terutama ketika menghadapi masalah administrasi dalam penyelesaian studi
5. Bapak **Prof Dr. Haris Maupa, SE.M.Si.** selaku Ketua Program Studi (KPS) Program Doktor (S3) Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis (FEB) Universitas Hasanuddin periode 2014-2018, atas arahan, bimbingan, dan dukungan kepada penulis selama menempuh pendidikan
6. Tim Promotor, Bapak **Prof.Dr.Abdul Rakhman Laba,SE.,MBA** selaku Promotor dan Ibu **Dr.Nurdjannah Hamid,SE.,M.Agr.** dan Bapak **Dr. Mursalim Nohong, SE.,M.Si.** selaku kopromotor yang bersedia meluangkan waktu untuk berbagi ilmu, memberikan arahan, bimbingan, dan motivasi dalam penyelesaian disertasi ini.

7. Penguji eksternal, ibu **Prof. Dr. Dian Agustia, SE.,Ak.,M.Si. CA.** dari Fakultas Ekonomi dan Bisnis niversitas Airlangga Surabaya yang bersedia meluangkan waktu untuk memberikan masukan dan arahan positif terhadap disertasi ini.
8. Penguji internal, **Bapak Prof.Dr. Muhammad Ali, SE.,M.S..** Bapak **Prof. Dr. Syamsu Alam, SE.,M.Si.**, Ibu **Prof. Dr. Mediaty, SE.,M.Si.,Ak.,CA.**, Bapak **Dr. Abdul Hamid Habbe,SE.,M.Si.**, Bapak **Dr. Muh. Sobarsyah, SE.,M.Si.** yang memberikan masukan dan saran dalam perbaikan penulisan disertasi ini.
9. Seluruh Bapak/Ibu Dosen Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin yang telah memberikan banyak ilmu kepada penulis selama menempuh pendidikan.
10. Seluruh Bapak/Ibu Staf Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin yang telah memberikan bantuan dalam pelayanan administrasi akademik kepada penulis .Secara khusus kepada **Pak Epo, Pak Udin, Pak Hatta , Pak Umang, Pak Jamal**
11. Pengelolah kantor sekuritas di Makassar yaitu : Mandiri Sekuritas, MNC Sekuritas, Reliance Sekuritas, Dana Reksa Sekuritas, Indo Premier Sekuritas, *First Asia Capital*, RHB Sekuritas, Phintraco Sekuritas, Trimegah Sekuritas serta pengelolah Galeri Investasi (GI) Universitas Muslim Indonesia (UMI), Universitas Muhammadiyah (Unismuh), STIE Atmajaya, Universitas Fajar (Unifa/NITRO), Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Makassar (STIEM) YPBUP, STIE Nobel.
12. Ketua Yayasan Universitas Dayanu Ikhsanuddin Baubau Sulawesi Tenggara, Ibu **Hj.Maasra, S.Sos,M.Si.**, yang memberikan kesempatan kepada penulis untuk melanjutkan pendidikan.
13. Rektor Universitas Dayanu Ikhsanuddin, Bapak **Ir. H. Syamsul Qamar, MT.**dan Wakil Rektor yang memberikan kesempatan kepada penulis untuk melanjutkan pendidikan pada jenjang Doktor. Tidak lupa kepada Kepala Biro dan Staff kantor Pusat Rektorat yang selalu memberikan dukungan.
14. Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Dayanu Ikhsanuddin Baubau Sulawesi Tenggara periode 2015-2019 Bapak **Dr. Sulhan Manaf, SE.,M.Si.** dan Ibu Dekan periode 2019-2023 **Waode Nur Ainun, SE.,M.Si.** yang telah memberikan kesempatan dan dukungan yang penuh kepada penulis selama proses pendidikan.
15. Ketua Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Dayanu Ikhsanuddin Baubau Sulawesi Tenggara periode 2015-2019 Bapak **Hardin, SE.,M.M.** dan periode 2019-2023 Bapak **lip Irawan, SE.,M.Si.**, yang telah memberikan kesempatan dan dukungan yang penuh kepada penulis selama proses pendidikan.
16. Bapak/Ibu Dosen Dan Staff Dari Fakultas Ekonomi Universitas Dayanu Ikhsanuddin Baubau (Bapak **Dr. Sulhan Manaf, SE.,M.Si** , Bapak **Rafiuddin, SE.,M.Si.**, Bapak **R. Supalal Estihadi, Bapak SE.,M.Si.**, Bapak **Hardin SE.,M.Si.**, Bapak **Kamaluddin SE.M.Ak.**, Bapak **Said Saleh Salihi, S.E.**,

M.S.A., Ak., CA. **Bu Nas'Ah, SE.,M.Si., Bu Nuryati, SE.,M.Si., Bu Estiani SE.,M.Si.,Fitrianti Da'a, S.E., M.Si., Ak., CA, Wa Ode Suwarni, S.E., M.Sc, Bapak Rasit, SE.,M.M., Ibu Yuni Nuardi Tasmita, SE.,M.Ak.,Ak., Ibu Sri Sumantri, SE.,M.Ak.,Ak.** yang senantiasa memberikan dukungan kepada penulis

17. Kedua orang tua tercinta yang telah berpulang ke rahmatullah Almarhum Bapak **Said Bin La Zunu** dan almarhuma Ibunda **Zaniah Binti La Asi** ,yang telah membesarkan dan memberikan yang terbaik buat penulis hingga dapat menyelesaikan pendidikan Doktoral ini semoga mendapatkan tempat yang terbaik di sisi Allah SWT.
18. Suami tercinta **Anwar N Zain** dan kedua anakda tercinta **Ainun Jaariah N Zain** dan **Azwar N Zain** yang selalu mendukung dan terus mendoakan untuk kesuksesan penyelesaian studi penulis.
19. Saudara tercinta **Zaimuddin Said** yang senantiasa mensupport penulis dalam penyelesaian studi.
20. Rekan-rekan Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin angkatan 2016 (ibu **Asmawiyah, ibu Fitriany, ibu Henni Mande,ibu Iis, ibu Lasty, ibu Mahdalena, ibu Nurhilalia, ibu Riza, ibu Sumarsih, ibu Wisda** serta **Bapak Ahmad,Pak Andi Ruslan, Pak Effendi, Pak Jamaluddin, Pak Nurman, Pak Robert Jao, Pak Zainal Abidin** , yang berjuang bersama-sama sejak semester pertama dan saling memberikan dukungan dalam setiap tahapan studi. Selain itu, rekan-rekan dari Program Doktor Ilmu Ekonomi lintas angkatan, mulai dari angkatan 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 dan 2019 yang berinteraksi dan berbagi informasi dengan penulis.
21. Teman-temanku di Biologi Club **Bang Andi Azis, Bang Adi,Mba Mila, Mba Emi, Mba Hara, terkhusus Mba Ija** yang selalu mensupport dan memberikan energy positif untuk selalu berbuat tepat.
22. Seluruh pihak lain yang tidk dapat penulis sebutkan satu per satu yang senantiasa memberikan doa, bantuan, dan dukungan baik secara langsung maupun tidak langsung sepanjang proses penyelesaian studi.
Penulis mendoakan semoga pihak mendapatkan Rahmat dan Berkat yang melimpah dari Allah SWT. Akhir kata, penulis menyadari bahwa penulisan disertasi ini masih terdapat banyak kekurangan sehingga penulis dengan senang hati dan secara terbuka menerima saran maupun kritik dari segenap pembaca.

Makassar, Oktober 2020
Penulis

Rosnani Said

ABSTRAK

ROSNANI SAID. *Analisis Perilaku Investor Terhadap Pengambilan Keputusan di Pasar Saham (Investor Makassar)* (dibimbing oleh Rakhman Laba, Nurdjannah Hamid, dan Mursalim Nohong).

Penelitian ini bertujuan menganalisis perilaku investor Makassar terhadap pengambilan keputusan jual beli saham.

Penelitian ini menggunakan metode *structural equation model*-(SEM) dengan program *software Smartpls 3.0*. Sumber data berupa data primer dari investor yang terdaftar di perusahaan sekuritas di Makassar. Data diperoleh melalui wawancara dan penyebaran kuesioner untuk mengetahui: literasi keuangan (*financial literacy*), faktor demografi, perilaku keuangan (*behavioural finance*), melalui toleransi risiko investasi (*risk seeker, risk neutral, risk averter*) terhadap pengambilan keputusan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham. Faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko. Pengetahuan keuangan tidak berpengaruh terhadap toleransi risiko. Perilaku investor tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi, yaitu *loss aversion, regret aversion, mental accounting*. Perilaku investor berpengaruh positif dan signifikan terhadap toleransi risiko. Toleransi risiko berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Faktor demografi berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening. Pengetahuan keuangan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening. Perilaku investor berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening.

Kata kunci: faktor demografi, pengetahuan keuangan, perilaku keuangan, *loss aversion, regret aversion, mental accounting*, toleransi risiko, keputusan investasi



ABSTRACT

ROSNANI SAID. *The Analysis of investors' Behaviours Toward Decision Making in Stock Market (Makassar Investors)* (supervised by Rakhman Laba, Nurdjannah Hamid and Mursalim Nohong).

The research aimed to analyse the investors' behaviours in toward decision making of the share purchase (Makassar investors).

The research used the structural equation model (SEM) with the software program of Smartpls 3.0. The primary data were the data of the investors registered in the security companies in Makassar. The interview was conducted and the questionnaire was distributed to find out the *financial literacy*, demographic factors, *financial behaviour*, through investment risk tolerance (*risk seeker, risk neutral, risk averted*) towards the decision making.

The research result indicates that the demographic factors have the significant on the stock investment decision, the demographic factors have the significant influence on the risk tolerance, the financial knowledge does not have the influence on the risk tolerance. The investors' behaviours do not have the effect on the investment decisions such as the *loss aversion, regret aversion, mental accounting* do not have the influence on the investment decision. The investors' behaviours have the significant effect on the risk tolerance namely: the *loss aversion, regret aversion, mental accounting*. The risk tolerance has the significant influence on the investment decision, the demographic factors have the significant effect on the investment decision by making the risk tolerance as the intervening variable. The financial knowledge does not have the influence on the investment decision by making the risk tolerance as the intervening variable. The investors' behaviours have the significant effect on the investment decision by making the risk tolerance as the intervening variable.

Key words: Demographic factor, financial knowledge, financial behaviour, *loss aversion, regret aversion, mental accounting*, risk tolerance, investment decision.



DAFTAR ISI

| | Halaman |
|--|---------|
| HALAMAN SAMPUL..... | i |
| HALAMAN JUDUL..... | ii |
| HALAMAN PENGESAHAN | iii |
| HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN..... | v |
| PRAKATA..... | vi |
| ABSTRAK | viii |
| ABSTRACT..... | ix |
| DAFTAR ISI..... | x |
| DAFTAR TABEL..... | xiv |
| DAFTAR GAMBAR..... | xv |
| DAFTAR LAMPIRAN..... | xvi |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang..... | 1 |
| 1.2. Rumusan Masalah..... | 23 |
| 1.3. Tujuan Penelitian..... | 24 |
| 1.4. Manfaat Penelitian..... | 25 |
| 1.4.1. Kontribusi Teoritis..... | 25 |
| 1.4.2. Kontribusi Akademis..... | 26 |
| 1.4.3. Kontribusi Praktisi..... | 26 |
| 1.4.4. Kontribusi Pemerintahan..... | 27 |
| BAB II TINJAUAN PUSTAKA | 28 |
| 2.1. Landasan Teori..... | 28 |
| 2.1.1. <i>Risk - return trade - off</i> | 29 |
| 2.1.2. Faktor Demografi | 30 |
| 2.1.3. Literasi Keuangan | 31 |
| 2.1.3.1. Indikator <i>Financial Literacy</i> | 35 |
| 2.1.4. Perilaku Keuangan (<i>Behavior Finance</i>)..... | 35 |
| 2.1.4.1. Definisi tentang Perilaku Keuangan | 35 |
| 2.1.4.2. Sejarah <i>Behaviour Finance</i> | 36 |
| 2.1.4.3. Teori dan Faktor Perilaku Keuangan | 39 |
| 2.1.4.3.1. Teori Prospek | 39 |
| 2.1.4.3.1. <i>Loss Aversion</i> | 42 |
| 2.1.4.3.2. <i>Regret Aversion</i> | 43 |
| 2.1.4.3.3. <i>Mental Accounting</i> | 44 |
| 2.1.4.3.4. <i>Expected Utility Theory</i> (EUT) | 47 |
| 2.1.5. Toleransi Risiko..... | 48 |
| 2.1.5.1. <i>Risk Averse</i> | 48 |
| 2.1.5.2. <i>Risk Neutral</i> | 49 |
| 2.1.5.3. <i>Risk Taker</i> | 50 |
| 2.1.6. Pengambilan Keputusan | 54 |
| 2.1.6.1. Rasionalitas dalam Pengambilan Keputusan | 55 |
| 2.1.7. Hubungan Demografi, Perilaku Keuangan, dan Keputusan Investasi..... | 59 |

| | | |
|----------------|---|-----------|
| | 2.1.7.1. Jenis kelamin (<i>Gender</i>)..... | 59 |
| | 2.1.7.2. Umur..... | 60 |
| | 2.1.7.3. Status..... | 60 |
| | 2.1.7.4. Pendidikan..... | 61 |
| | 2.1.7.5. Pekerjaan..... | 61 |
| | 2.1.7.6. Jumlah Anggota Keluarga..... | 61 |
| | 2.1.8. Pentingnya Financial Literacy dalam Pengambilan Keputusan..... | 61 |
| | 2.1.9. Pengaruh Toleransi Risiko Terhadap Pengambilan Keputusan..... | 63 |
| | 2.1.10. Investasi dan Keputusan Investasi | 66 |
| 2.2. | Tinjauan Empirs | 68 |
| BAB III | KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS | 80 |
| 3.1. | Kerangka Konseptual | 80 |
| 3.2. | Pengembangan Hipotesis | 84 |
| | 3.2.1. Faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham | 84 |
| | 3.2.2. Faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 84 |
| | 3.2.3. Pengetahuan keuangan berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 86 |
| | 3.2.4. Perilaku keuangan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 87 |
| | 3.2.4.1. <i>Loss Aversion</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 88 |
| | 3.2.4.2. <i>Regret Aversion</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 90 |
| | 3.2.4.3. <i>Mental Accounting</i> berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 92 |
| | 3.2.5. Perilaku keuangan berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 92 |
| | 3.2.5.1. <i>Loss aversion</i> berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 93 |
| | 3.2.5.2. <i>Regret Aversion</i> berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 94 |
| | 3.2.5.3. <i>Mental Accounting</i> berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 95 |
| | 3.2.6. Toleransi risiko berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. | 96 |
| | 3.2.7. Faktor demografi melalui toleransi risiko mempunyai pengaruh langsung terhadap pengambilan keputusan | 97 |
| | 3.2.8. Pengetahuan keuangan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening | 98 |
| | 3.2.9. Perilaku keuangan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening | 99 |

| | | |
|----------|---|-----|
| BAB IV | METODE PENELITIAN | 101 |
| 4.1. | Rancangan Penelitian | 101 |
| 4.2. | Lokasi dan Waktu | 102 |
| 4.3. | Populasi, Teknik Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel | 102 |
| 4.3.1. | Populasi | 102 |
| 4.3.2. | Sampel | 102 |
| | a. Ukuran Sampel | 102 |
| | b. Tehnik Pengambilan Sampel | 103 |
| 4.4. | Jenis dan Sumber Data | 103 |
| 4.4.1. | Data Primer | 104 |
| 4.4.2. | Data Sekunder | 104 |
| 4.5. | Metode Pengumpulan Data | 104 |
| 4.6. | Skala Pengukuran | 105 |
| 4.7. | Definisi Operasional Variabel | 105 |
| 4.8. | Teknik Analisis Data | 111 |
| | | |
| BAB V | HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN | 116 |
| 5.1. | Hasil Penelitian | 116 |
| 5.1.1. | Gambaran Umum Objek Penelitian | 116 |
| 5.1.1.1. | Deskriptif Karakteristik Responden | 118 |
| 5.1.2. | Hasil Analisis Data | 126 |
| 5.1.2.1. | Deskripsi Variabel Demografi (X1) | 128 |
| 5.1.2.2. | Deskriptif Variabel Literasi Keuangan (X2) | 130 |
| 5.1.2.3. | Deskripsi Variabel Perilaku Keuangan (X3) | 132 |
| 5.1.2.4. | Deskripsi Variabel Toleransi Risiko (Y1) | 134 |
| 5.1.2.5. | Deskripsi Variabel Keputusan Investasi (Y2) | 136 |
| 5.1.3. | Evaluasi Model Pengukuran Reflektif (Outer Model) | 137 |
| 5.1.3.1. | R-Square (R ²) | 145 |
| 5.1.3.2. | f-Square (f ²) | 146 |
| 5.1.3.3. | Uji Multikololinearitas | 147 |
| 5.1.4. | Pengujian Hipotesis | 148 |
| | | |
| BAB VI | PEMBAHASAN | 153 |
| 6.1. | Pengaruh Langsung Faktor Demografi Terhadap Pengambilan Keputusan | 153 |
| 6.1.1. | Pengaruh Yang Signifikan Tingkat Pendapatan Terhadap Keputusan Investasi Saham | 153 |
| 6.1.2. | Terdapat Pengaruh Yang Signifikan Tingkat Pendidikan Terhadap Keputusan Investasi Saham | 155 |
| 6.1.3. | Terdapat Pengaruh Yang Signifikan pengalaman Investasi Terhadap Keputusan Investasi Saham | 156 |

| | | |
|--------------------------|--|-----|
| 6.1.4. | Terdapat Pengaruh Yang Signifikan jumlah tanggungan Terhadap Keputusan Investasi Saham | 158 |
| 6.1.5. | Tidak Terdapat Pengaruh Yang Signifikan Status Terhadap Keputusan Investasi Saham | 158 |
| 6.1.6. | Tidak Terdapat Pengaruh Yang Signifikan Pekerjaan Terhadap Keputusan Investasi Saham | 159 |
| 6.2. | Faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 159 |
| 6.3. | Pengetahuan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 162 |
| 6.4. | Perilaku keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 165 |
| 6.4.1. | <i>Loss aversion</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 165 |
| 6.4.2. | <i>Regret aversion</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi . | 168 |
| 6.4.3. | <i>Mental Accounting</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. | 171 |
| 6.5. | Perilaku Investor berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 172 |
| 6.5.1. | <i>Loss Aversion</i> berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 172 |
| 6.5.2. | <i>Regret aversion</i> berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 174 |
| 6.5.3. | <i>Mental Accounting</i> berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko | 175 |
| 6.6 | Toleransi risiko berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi | 176 |
| 6.7. | Faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening | 180 |
| 6.8. | Pengetahuan keuangan tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening | 182 |
| 6.9. | Perilaku investor berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening | 184 |
| BAB VII | PENUTUP | 192 |
| 7.1. | Kesimpulan | 192 |
| 7.2. | Implikasi | 196 |
| 7.3 | Keterbatasan Penelitian ini | 197 |
| 7.4 | Saran | 198 |
| DAFTAR PUSTAKA | | 199 |
| LAMPIRAN-LAMPIRAN | | 211 |

DAFTAR TABEL

| Nomor | | halaman |
|-------|--|---------|
| 1.1. | Jumlah investor di Sulawesi Selatan | 19 |
| 1.2. | Jumlah investor berdasarkan jenis investasi | 19 |
| 1.3. | Daftar Nama Perusahaan Sekuritas di Area Makassar | 20 |
| 2.1. | Penelitian Terdahulu | 68 |
| 4.1 | Skala Pengukuran Data | 105 |
| 4.2. | Operasional Variabel Penelitian | 106 |
| 5.1. | Jumlah Responden dari 9 Sekuritas di Makassar | 117 |
| 5.2. | Karakteristik Responden pada investor di Kota Makassar | 118 |
| 5.3 | Range pendapatan investor berdasarkan klasifikasi pekerjaan (angka taksiran) | 122 |
| 5.4. | Jadwal kegiatan edukasi dan penggunaan medsos untuk edukasi di 9 Sekuritas di Makassar | 124 |
| 5.5. | Kategori Penilaian | 127 |
| 5.6. | Distribusi Frekuensi Variabel Demografi (X1) | 128 |
| 5.7. | Distribusi Frekuensi Variabel Pengetahuan Keuangan (X2) | 130 |
| 5.8. | Distribusi Frekuensi Variabel Perilaku Keuangan (X3) | 132 |
| 5.9. | Distribusi Frekuensi Variabel Toleransi Risiko (Y1) | 134 |
| 5.10. | Distribusi Frekuensi Variabel Keputusan Investasi Saham(Y2) | 136 |
| 5.11 | <i>Goodness of Fit Model</i> | 141 |
| 5.12 | Uji R-Square | 145 |
| 5.13 | Uji f-Square | 146 |
| 5.14 | Uji Multikolinearitas | 147 |
| 5.15 | Uji Hipotesis | 148 |

DAFTAR GAMBAR

| Nomor | | Halaman |
|-------|---|---------|
| 2.1. | Aspek <i>Behavioral Finance</i> (Ricciardi & Simon,2000) | 37 |
| 2.2. | Fungsi Nilai dari Kahneman dan Tversky | 42 |
| 3.1. | Kerangka Pikir Penelitian : Perilaku Investor Terhadap Pengambilan Keputusan di Pasar Saham (Investor Makassar) | 83 |
| 4.1. | Indikator Reflektif dan Formatif | 115 |
| 5.1 | Outer Model SPSS | 139 |
| 5.2. | Nilai AVE | 142 |
| 5.3. | Nilai Cronbach Alpha | 143 |
| 5.4. | Nilai Cronbach Alpha | 144 |
| 5.5. | Nilai R-Square | 146 |
| 5.6. | Uji f-Square | 147 |

DAFTAR LAMPIRAN

| Nomor | | Halaman |
|-------|--|---------|
| 1. | Kuisisioner | 211 |
| 2 | Final Result Path Coefficient Mean, STDEV, T-Values,P Values (table 5.16) | 221 |
| 3.. | Ijin Penelitian | 241 |
| 4.. | Balasan Ijin Penelitian | 243 |
| 5. | Portfolio Saham Responden | 245 |
| 6. | Daftar Informan dari Beberapa Sekuritas beserta Jabatannya | 249 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Sepanjang tahun 2019 ini, investor di pasar modal Indonesia tumbuh signifikan dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Seluruh investor tumbuh 53,04% yang terdiri dari investor saham, reksa dana dan surat berharga negara (SBN). Berdasarkan data yang dirilis PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), total investor pasar modal di Indonesia hingga 27 Desember 2019 mencapai 2,47 juta investor. Jumlah tersebut naik signifikan dari 1,61 juta di periode *full year* 2018.

Dari segi investor saham, pertumbuhan investor tak setinggi tahun lalu, di mana hanya terjadi pertumbuhan sebesar 29,53% versus 35,60% secara *year on year* (YoY). Jumlah investor saham hingga akhir pekan lalu (27 Desember 2019) tercatat mencapai 1,10 juta *single investor identification* (SID), naik dari 852.240 SID. SID adalah nomor tunggal investor yang mencerminkan kepemilikan identitas investor pasar modal.

Adapun untuk investor reksa dana jumlahnya mencapai 1,76 juta, tumbuh tinggi dari 995.510 investor atau terjadi kenaikan 77,65%. Pertumbuhannya ini lebih tinggi ketimbang dari periode yang sama tahun sebelumnya yang tumbuh 59,91%. Pertumbuhan yang terbilang tinggi juga terjadi pada investor SBN. Ada kenaikan 61,89% secara YoY untuk investor jenis ini dari sebelumnya 195.277 SID menjadi 316.130 SID.

Dalam 3 tahun terakhir terjadi pertumbuhan yang signifikan, di mana pada 2017 ada pertumbuhan sebesar 21,56% lalu di tahun selanjutnya pertumbuhannya

mencapai 52%. Secara keseluruhan, investor pasar modal Indonesia didominasi oleh investor lokal dengan persentase mencapai 98,97%, sedangkan sisanya merupakan investor asing. Tak jauh berbeda, investor ritel jumlahnya mencapai 98,89% dari total investor pasar modal, investor institusi hanya sebesar 1,20% dari total investor.

Data dari KSEI menunjukkan bahwa investor pasar modal masih didominasi oleh laki-laki dengan porsi 59,41% dan perempuan 40,59%. Dari segi total asetnya juga jauh berbeda, investor pria ini memiliki aset senilai total Rp 343,17 triliun, sedang investor wanita hanya menguasai Rp 89,44 triliun di pasar modal.

Dari segi usia, jumlah SID didominasi oleh milenial dengan usia di bawah 30 tahun dengan komposisi 44,62%. Total aset yang dimiliki oleh kalangan usia ini mencapai Rp 12,42 triliun. Kendati dikalahkan dari segi jumlah, investor dengan kelompok usia di atas 60 tahun yang hanya sebanyak 4,88% dari total investor, namun memiliki aset paling besar yang mencapai Rp 249,33 triliun.

Pekerjaan paling banyak yang digeluti oleh investor pasar modal adalah pegawai, baik itu pegawai negeri maupun swasta yang mencapai 53,69%. Diikuti kemudian oleh pelajar, pengusaha dan ibu rumah tangga. Masih menurut data yang sama, sebaran investor tahun ini masih terkonsentrasi di Pulau Jawa dengan komposisi investor 71,76% dan menguasai 95,31% aset pasar modal Indonesia.

Diikuti kemudian oleh Pulau Sumatera dengan jumlah 15,36% dari total SID dan memiliki aset sebanyak 1,28%. Selanjutnya Pulau Kalimantan yang menyumbang 4,94% investor pasar modal dengan jumlah aset yang justru lebih besar yakni 2,98% dari total aset pasar modal.

Sulawesi menyumbang jumlah investor 3,57% di pasar modal dengan aset hanya sebesar 0,19%. Wilayah selanjutnya adalah Bali, NTT dan NTB serta Maluku

dan Papua yang masing-masing menyumbang 3,13% dan 1,24% investor dengan komposisi besaran asetnya 0,17% dan 0,07% dari total aset pasar modal (idx.ac.id.)

Pasar saham dalam suatu ekonomi, selain memainkan peran sebagai sumber untuk membiayai investasi, juga menjalankan fungsi sebagai mekanisme pensinyalan kepada manajer terkait keputusan investasi, dan katalis untuk tata kelola perusahaan (Samuel, 2001). Namun, pasar saham paling dikenal sebagai saluran paling efektif untuk peningkatan modal perusahaan (Zuravicky, 2005, hal. 6). Orang tertarik dengan saham karena "pertumbuhan modal jangka panjang, dividen, dan lindung nilai terhadap erosi inflasi daya beli" (Teweles & Bradley, 1998, hal 8).

Fitur lain yang membuat pasar saham lebih menarik daripada jenis investasi lainnya adalah likuiditasnya (Jaswani, 2008). Kebanyakan orang berinvestasi dalam saham karena mereka ingin menjadi pemilik perusahaan, dari mana mereka mendapatkan manfaat ketika perusahaan membayar dividen atau ketika harga saham meningkat (Croushore, 2006, p. 186). Namun dalam berinvestasi seorang investor harus mampu mengendalikan emosi dalam pengambilan keputusan.

Masomi & Ghayekhloo (2011), kelompok kedua dari ilusi emosional yang dapat berdampak pada proses pengambilan keputusan investor adalah prospect theory. Bias emosional ini lebih menitik beratkan pada perasaan dan spontanitas dibandingkan fakta. Sehingga bias emosional sering digambarkan kesalahan perilaku saat membuat keputusan karena mengabaikan fakta. Ranjbar et al, (2014) *prospect theory* adalah salah satu pendekatan utama dalam hal pengambilan keputusan investasi dari perspektif yang berbeda.

Teori prospek difokuskan pada pengambilan keputusan berdasarkan emosi yang dipengaruhi oleh penilaian yang dilakukan investor. Terkadang perasaan tidak ingin mendapatkan kerugian yang terlalu besar sering dimiliki para investor

saat terjun didunia investasi, hal tersebut dapat memicu perilakunya dan menimbulkan beberapa bias dalam pengambilan keputusan. Teori prospek menggambarkan beberapa kondisi mental yang biasa terjadi pada proses pengambilan keputusan seperti *loss aversion*, *regret aversion*, dan *mental accounting* (Wawero et al., 2008: 28).

Teori prospek, yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979), adalah salah satu yang paling sering dikutip dan dokumentasi fenomena terbaik dalam psikologi ekonomi. Teori itu menyatakan bahwa kita memiliki kecenderungan yang tidak rasional kurang mau bertaruh dengan keuntungan daripada dengan kerugian. "Tvede (1999, p. 166) teori prospek menunjukkan perilaku manusia ketika mereka menghadapi risiko dan ketidakpastian, manusia tidak secara konsisten menghindari risiko; bukan mereka menghindari risiko dalam keuntungan tetapi pengambil risiko dalam kerugian (Kishore, 2004). Dengan kata lain, pedagang paling cenderung mengambil risiko selanjutnya jika mereka sudah mengalami kerugian. Sebaliknya, trader yang telah mengalami untung, biasanya paparan mereka terhadap risiko berikutnya. Oleh karena itu, orang-orang merespons secara berbeda, tergantung pada apakah pilihan dibingkai dalam hal perolehan atau dalam hal kerugian.

Sejak dikemukakannya teori *loss aversion* (Kahneman dan Tversky, 1979) yang menyebutkan bahwa kerugian memiliki bobot yang lebih besar dibandingkan keuntungan, maka tingginya frekuensi evaluasi terhadap suatu investasi pada asset berisiko akan mendorong tingkat ketidakpuasan investor yang semakin tinggi (Haigh dan List, 2005), demikian juga sebaliknya. Dengan demikian, frekuensi evaluasi yang semakin rendah akan mendorong investor untuk mengalokasikan proporsi asset yang lebih besar pada investasi yang lebih berisiko (misalnya

saham) dibandingkan investasi yang kurang berisiko (misalnya obligasi). Kondisi ini menunjukkan bahwa para investor akan mengalami *myopic loss aversion* apabila mereka mengevaluasi hasil investasi mereka berupa keuntungan dan kerugian secara terpisah pada saat mengonsumsi suatu informasi (Haigh dan List, 2005). Analisis inilah yang mendorong manager bank Hapoalim (salah satu perusahaan reksadana terbesar di Israel) mengubah jangka waktu pemberian informasinya dari satu bulan menjadi tiga bulan (Gneezy et al., 2003: 821), diilustrasikan oleh Tversky dan Kahneman (1981).

Pompian (2006) menyatakan bahwa *regret aversion* dapat menyebabkan beberapa hal yaitu: investor menjadi terlalu konservatif, terlalu antipati terhadap pasar karena pasar turun terus menerus, investor pada posisi rugi yang cukup lama, muncul perilaku *herding* pada investor, investor menyukai *good companies*, investor akan menunggu untuk melakukan aksi menjual saham dengan *performance* yang bagus.

Mental Accounting yang dipopulerkan oleh Thaler, merupakan perilaku ekonomi dimana seseorang menggolongkan pemasukan dan keluaran finansial berdasarkan pos-pos seperti halnya yang berlaku pada sistem akuntansi. Menurut Thaler (1999), mental accounting mencakup tiga komponen utama. Komponen pertama menyangkut bagaimana suatu outcome dipersepsikan dan dijadikan sebagai pengalaman, serta bagaimana membuat keputusan, dan setelah itu mengevaluasi keputusan tersebut. Komponen kedua menyangkut aktivitas untuk merincikan suatu account secara rinci, misalnya untuk kelompok sumber-sumber maupun penggunaan dana diberi label secara baik dan benar. Komponen terakhir meliputi frekuensi suatu account dievaluasi.

Dalam rangka melaksanakan kegiatan investasi tersebut, investor perlu mengambil keputusan investasi. Keputusan investasi yang dimaksud ialah keputusan untuk membeli, menjual ataupun mempertahankan kepemilikan saham (Cahyadin dan Milandari, 2009; Puspitaningtyas, 2013; Vyas, 2012).

Konsep mengenai investor individu yang rasional dalam teori pengambilan keputusan harga pembelian awal, tren ini disebut "efek disposisi" oleh Shefrin dan Statman (1985). Odean (1998) menegaskan kesimpulan yang sama bahwa investor individu cenderung menjual saham yang nilainya lebih tinggi dari pada saat membeli, meningkat dibandingkan dengan menjual saham yang nilainya menurun. Odean juga mengakui bahwa *return* rata-rata saham yang dijual adalah lebih besar dari *return* rata-rata saham yang ditahan investor.

Genesove dan Mayer (2001) menyatakan bahwa investor yang menjual aset mereka biasanya mengharapkan harga jual lebih dari harga yang diminta penjual lain. Hal ini tidak hanya harapan dari penjual, tetapi juga koreksi pasar, sehingga investor menghadapi kerugian karena sering melakukan transaksi dengan harga yang relatif lebih tinggi daripada yang lain.

Coval dan Shumway (2000) menemukan bahwa investor, menurut teori prospek, memiliki keuntungan atau kerugian pada sesi pertama perdagangan, cenderung mengurangi risiko di sesi kedua perdagangan. Grinblatt dan Han (2001) menyatakan investor lebih memilih menjual saham yang menghasilkan keuntungan. Tekanan jual terlebih dahulu dapat memperlambat harga saham, dan kemudian membuat keuntungan yang lebih tinggi. Sebaliknya, jika pemegang saham mengalami kerugian, mereka mungkin hanya membuat keputusan menjual ketika harga yang diharapkan diperoleh.

Odean (1999) menyatakan beberapa pemahaman tentang saham yang disukai investor untuk dibeli. Menjual saham merupakan keputusan memprioritaskan kenaikan harga saham; sedangkan membeli merupakan keputusan terkait dengan kenaikan harga dan kehilangan saham. Odean (1999) menyatakan bahwa keputusan membeli mungkin akibat dari efek perhatian.

Investor biasanya membeli saham sesuai dengan minat mereka dan mungkin melihat dari kinerja masa lalu yang luar biasa, baik atau buruk. Menurut Barberis dan Thaler (2003), pada keputusan membeli saham, investor memiliki banyak peluang untuk memilih saham yang diinginkan dari berbagai sumber yang selektif, ini menjelaskan mengapa faktor perhatian merupakan dampak yang lebih pada keputusan membeli saham dari pada keputusan jual. Barber dan Odean (2002) membuktikan bahwa investor individu melakukan keputusan menjual saham kurang perhatian daripada membeli saham. Beberapa kriteria yang diperhatikan adalah volume saham yang diperdagangkan yang sangat tinggi, tinggi atau rendah *return* saham yang tidak normal, dan informasi saham.

Anderson et al. (2005) menyimpulkan bahwa investor individu yang melakukan transaksi saham dengan jumlah yang lebih tinggi akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar daripada investor individu yang melakukan transaksi saham sedikit. Kim dan Nofsinger (2003) menyatakan investor menambah wawasan dengan mempelajari kinerja masa lalu dari saham yang dibeli dan dijual. Saham mengalami peningkatan harga terbesar selama satu tahun, investor mengalami kerugian, sedangkan saham-saham yang mengalami penurunan harga maka investor dapat memperoleh *return* positif.

Para peneliti menemukan bahwa saham yang memiliki peningkatan harga yang signifikan dalam kepemilikan individu (saham yang dibeli) adalah saham

meningkat nilainya dibandingkan nilai saham di masa lalu. Keputusan jual beli saham yang dilakukan oleh investor di tentukan oleh seberapa pemahamannya investor tentang literasi keuangan (*Financial Literacy*).

Literasi masyarakat tentang pasar modal berpengaruh terhadap minat investasi mereka di pasar modal. Khusus di Sulawesi Selatan, investor didominasi kalangan milenial khususnya dari Kota Makassar karena adanya kemudahan informasi pada sektor tersebut.

Kepala BEI Perwakilan Makassar, Fahmin Amirullah mengatakan investasi pasar modal di Sulawesi Selatan saat ini didominasi usia produktif atau milenial. Hingga akhir 2019 tercatat investor pasar modal milenial mencapai 8.665 orang. “Jumlah investor keseluruhan di Sulawesi Selatan per November 2019 sudah mencapai 17.899 orang dengan jumlah transaksi Rp 874 Miliar. Sebagai rincian 8.665 itu dari usia produktif antara 18 – 30 tahun, untuk usia 31-40 tahun sebanyak 4.532 orang dan usia diatas itu sebanyak 4.655 orang.

Adapun dari sisi wilayah, Kota Makassar masih mendominasi domisili para investor. BI menduga hal ini terkait dengan kemudahan informasi pasar modal yang didapatkan. Kemudahan informasi pasar modal turut mempengaruhi jumlah investor, di Makassar bahkan ada yang komunitas saham sendiri.

Direktur Pengawasan Lembaga Jasa Keuangan Kantor OJK Regional 6 Sulampua, Dani Surya mengatakan, tingkat literasi masyarakat Sulsel di tahun 2019 masih minim bahkan belum tercapai apa diharapkan. Meskipun soal pemahaman masyarakat terkait dengan pasar modal masih minim namun untuk mengembangkannya tetap diupayakan. Terutama dengan meningkatkan literasi masyarakat tentang pasar modal agar mudah dipahami,” kata Dani. Secara nasional saat ini, literasi mengenai pasar saham mulai ada peningkatan. Sejak 2016 hingga

2019 secara nasional inklusi mencapai 67,82% dan literasi keuangan 29,66%. (Tagarku,2019).

Wang *et al.* (2011) menyimpulkan bahwa skala yang berhubungan dengan pengetahuan sangat terkait dengan skala risiko. Penelitian sebelumnya telah mengungkapkan bahwa *financial Literacy* (FL) memiliki dampak positif pada diversifikasi portofolio (Guiso dan Jappelli, 2008), partisipasi saham yang lebih tinggi (Van Rooij *et al.* , 2007), kesiapan untuk pasca pensiun (Lusardi dan Mitchell, 2007), akumulasi kekayaan (Van Rooij *et al.* , 2012), dll. Namun, sambil berfokus pada FL, faktor demografi dan sosial ekonomi, studi ini tampaknya mengabaikan faktor individu / sikap lainnya (lihat Aren dan Aydemir, 2014b untuk rincian).

Di sisi lain, banyak sekali peneliti yang memperdebatkan peran Literasi keuangan (FL), yang dikenal sebagai individu berpengetahuan finansial, serta perilaku keuangan. Studi-studi ini telah mengungkapkan bahwa FL memiliki dampak positif pada berbagai perilaku keuangan (Aren dan Aydemir, 2014a).

Namun, faktor-faktor yang lain mungkin berpengaruh pada perilaku keuangan yang telah diabaikan secara substansial dalam jumlah besar mayoritas studi ini. Selain itu, penelitian sebelumnya telah berkonsentrasi pada efek langsung, Financial Literacy (FL) sebagai variabel moderator, dapat mengubah hubungan antara faktor individual dan perilaku investasi berisiko.

Chen dan Volpe (1998) memeriksa keaksaraan keuangan pribadi dari 924 mahasiswa dari 13 kampus berlokasi di Amerika Serikat. Selain itu, mereka menyelidiki hubungan antara tingkat keaksaraan keuangan dan jenis kelamin, usia, kewarganegaraan, ras, pendapatan, pengalaman kerja, disiplin akademik, dan peringkat kelas.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa subkelompok dari disiplin akademik, peringkat prestasi akademik di kelas, dan pengalaman kerja bertahun-tahun secara signifikan berbeda dalam hal tingkat literasi keuangan. Jurusan non-bisnis, prestasi akademik siswa di bawah rata-rata kelas, dan mereka yang memiliki sedikit pengalaman kerja memiliki tingkat melek finansial yang lebih rendah. Selain itu, wanita jauh lebih memahami financial literasi daripada pria, dan siswa asing lebih sedikit berpengetahuan luas dibandingkan warga AS

Teori keuangan standar didasarkan pada asumsi bahwa investor membuat keputusan secara rasional. Hipotesis Pasar Efisien juga percaya bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia dalam kondisi pasar yang efisien (Fama, 1970).

Teori tradisional mengasumsikan bahwa keputusan investor didasarkan pada teori utilitas. Dimana *teori utilitas* percaya pada konsep rasionalitas dan menyatakan bahwa investor membuat keputusan yang konsisten dan independen di antara berbagai alternatif yang tersedia. (Goyal 2016)

Namun, berbagai penelitian telah mendokumentasikan bahwa investor tidak berperilaku rasional saat membuat keputusan. Dengan pandangan ini, pada tahun 1980-an konsep baru yaitu perilaku keuangan muncul di bidang keuangan dan ekonomi.

Behavioral finance didasarkan pada dua bidang yaitu *kognitif psikologi* dan batas untuk arbitrase (Thaler & Barberis, 2002). Kognitif psikologi mengacu pada bagaimana orang berpikir, merasakan dan mengingat sementara batas untuk peluang arbitrase yang muncul di pasar dan arbitrase mungkin tidak dapat dilakukan dari keuntungan dislokasi pasar karena perilaku irasional mereka.

Salah satu pendekatan dasar yang dipakai dalam melakukan pemilihan saham yaitu dengan analisis teknikal. Akan tetapi juga berkembang isu-isu psikologi yang mempengaruhi pasar keuangan, inilah yang sering dikenal dengan *behavioral finance*.

Behavioral finance adalah studi dari perilaku investasi yang didasarkan pada kepercayaan bahwa investor bisa berlaku tidak rasional. Perilaku yang tidak rasional ini seperti *overact*, *overconfidence* (Thaller,1992) penyesalan terhadap keputusan dan lainnya.

Strategi yang terkenal yang dihasilkan dari sini adalah *contrain strategy* (Shiller, 2000) yang intinya membeli saham yang pada saat penilaian berkinerja baik. Hal ini didasarkan pada kepercayaan bahwa investor tidak rasional sering *overact* dalam menentukan harga di pasar, akibatnya ketika kinerja saham sangat bagus maka akibat investor terlalu menganggap bagus saham tersebut sehingga diperkirakan setelah beberapa waktu investor akan menyadarinya dan harga menjadi turun.

Demikian juga untuk saham yang berkinerja sangat buruk investor terlalu menganggap buruk saham tersebut sehingga harganya terlalu rendah, maka berikutnya ketika investor sadar harga naik kembali dan menghasilkan keuntungan.

Para investor di pasar modal kerap kali menunjukkan perilaku irasional (*irrational behavior*) di samping sering melakukan tindakan berdasarkan *judgment* yang jauh menyimpang dari asumsi rasionalitas. Pasar mungkin saja memberikan reaksi cepat terhadap informasi (seperti yang diisyaratkan oleh *Efficien Market Hypothesis*, namun tidak tertutup kemungkinan adanya unsur subyektifitas, emosi dan berbagai faktor psikologis lainnya yang justru lebih dominan mempengaruhi reaksi itu (Al-Tamimi dan Kalli,2009).

Kalau dipelajari beberapa kasus *market crash*, semakin jelas betapa emosi dapat mengalahkan rasio para pelaku pasar. Sebagai contoh misalnya dua peristiwa yang masih melekat pada ingatan pemerhati pasar modal, yakni *crash* yang terjadi di pasar modal Amerika Serikat: 11 September 1986 (dikenal dengan *Black Thursday*) dan 19 Oktober 1987, dikenal dengan sebutan *Black Monday*. Peristiwa pertama dipicu oleh pembicaraan (yang justru terjadi di Eropa) antar berbagai kalangan tentang kenaikan tingkat inflasi di Amerika Serikat pada hari Kamis, 11 September 1986.

Topik pembicaraan ini mengakibatkan harga *future contracts* atau obligasi pemerintah Amerika Serikat (disebut *T-Bond Futures*) mengalami penurunan, meskipun sebenarnya tidak terlalu "serius" dibandingkan dengan penurunan rata-rata selama seminggu terakhir. Namun ketika *New York Stock Exchange* (NYSE) di Amerika Serikat dibuka (perlu diingat bahwa meskipun ada perbedaan waktu antara ke dua tempat, para pelaku pasar modal adalah orang-orang yang tidak pernah tidur) justru muncul "badai" yang semakin lama semakin membesar.

Ada semacam *invisible hands* yang mendorong orang untuk menjual saham dengan segera. Terjadilah *panic selling* dan harga saham pun mulai berjatuh. Selanjutnya karena harga *underlying stock* jatuh, maka harga-harga *derivative securities* pun mengalami "kehancuran" hanya dalam waktu satu (dua) hari. Hari itu indeks industrial jatuh 87 points, dan berlanjut dengan 34 points pada hari berikutnya, Asri (2003).

Hal yang tidak masuk akal terjadi pada peristiwa kedua pada hari Senin tanggal 19 Oktober 1987. Pada peristiwa itu, harga-harga saham di NYSE dalam waktu yang hampir bersamaan mengalami penurunan yang sangat tajam dan hari itu tercatat sebagai hari terburuk bagi pasar modal Amerika sejak tahun 1929 (*Great*

Depression Crash). Beberapa bursa lain di berbagai penjuru dunia mengalami hal yang sama akibat adanya efek penularan (*contagious effect*) secara bursa terjadi kepanikan luar biasa di kalangan investor, *global tidal wave of selling* dan pasar menjadi sangat tidak terkendali. Dow Jones Industrial average kehilangan 22,6 persen dalam waktu sehari, jauh lebih besar daripada kerugian sebesar 12,9 persen di tahun 1929 Asri (2003).

Adanya penelitian mengenai pola perubahan return saham di pasar modal memberikan kesimpulan yang beragam. Berbagai penelitian dalam bidang pasar modal dan mengenai perilaku keuangan (behavioral finance) menyatakan bahwa terdapat beberapa GAP yang terjadi yang dapat mempengaruhi harga saham. GAP tersebut diantaranya adalah *Seasonality Effect, Week Four Effect, dan Rogalsky Effect*.

Penelitian tentang Monday Effect yang dilakukan oleh Antariksa (2005) serta Iramani dan Ansyori (2006) berhasil membuktikan bahwa terdapat return hari Senin yang negatif secara signifikan dibandingkan dengan hari-hari lainnya. Hal ini membuktikan bahwa terjadi *Monday Effect* di Bursa Efek Indonesia. Pada penelitian yang dilakukan Anggita Dewi (2010) menemukan bahwa rata-rata return saham hari Senin selain minggu keempat lebih rendah atau cenderung negatif di bandingkan dengan rata-rata return saham Senin pada minggu keempat. Dengan kata lain *Monday Effect* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 tidak terkonsentrasi pada hari Senin minggu terakhir setiap bulannya (tidak terjadi fenomena Week Four Effect).

Berbeda dengan penelitian Iramani dan Ansyori (2006) juga berhasil menemukan bahwa *Week Four Effect* terjadi di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2005. Hasil temuan mendukung teori *Week Four Effect* yang menyatakan bahwa

return hari Senin pada minggu terakhir setiap bulannya adalah negatif signifikan. Akan tetapi, adanya fenomena *Week Four Effect* tidak berhasil dibuktikan oleh Octavianus (2009).

Pada prinsipnya, investor yang rasional ialah investor yang mengharapkan keuntungan semaksimal mungkin dengan risiko tertentu atau keuntungan tertentu dengan risiko seminimal mungkin. Jika dilihat dari preferensi investor terhadap risiko, maka perilaku investor dapat di kelompokkan menjadi investor yang *risk seeker* (menyukai risiko), investor yang *risk neutrality* (investor yang netral terhadap risiko) dan investor yang *risk averter* (menghindari risiko) (Tversky dan Kahneman ,1979), (Pratt ,1964), (Decamps dan Lovo ,2002).

Mengingat adanya keterbatasan informasi dan pengaruh perilaku keuangan dalam pengambilan keputusan yang menyebabkan tidak efisiennya pasar saham, maka para ahli keuangan menyarankan agar adanya literasi keuangan . Pelaksanaan edukasi dalam meningkatkan pemahaman tentang keuangan di masyarakat sangat diperlukan. Dengan semakin pesatnya pembangunan dan pertumbuhan ekonomi, lembaga keuangan mempunyai peran yang penting dalam kehidupan di masyarakat luas. Dengan adanya berbagai lembaga keuangan yang bervariasi menjadikan tiap lembaga berupaya untuk menyalurkan berbagai produk dan jasa keuangan kepada masyarakat secara menyeluruh.

Lingkungan organisasi sangat dinamis, semakin kompleks dan mengalami perubahan abadi. Percepatan kemajuan teknologi mengarah ke kemahadiran informasi dan keragaman sumber informasi. Secara terus berubah konteks,tindakan, atau keputusan menjadi lebih kompleks.Apalagi banyak pengambil keputusan hari ini umumnya harus bekerja dengan data yang heterogen dan tidak bias dalam membuat keputusan yang benar dan cepat (Kennerley dan Mason, 2008).

Pengambilan keputusan adalah proses yang kompleks yang mencakup beberapa analisis faktor dan memenuhi beberapa langkah. Dipercaya bahwa pengambilan keputusan di dasarkan kepada dua hal yaitu sumber daya atau faktor-faktor pribadi dan faktor teknis (Chandra, 2008).

Pengambilan keputusan individu yang didasarkan oleh faktor individu meliputi faktor usia, pendidikan, pendapatan, dan portfolio investasi, sedangkan faktor teknis meliputi model keuangan yang rumit. Begitu pula pada saat pembuatan keputusan di pasar saham, investor bergantung pada dua faktor tersebut.

Ada tiga dimensi yang mempengaruhi pengambilan keputusan yaitu informasi, faktor demografi dan Bias Kognitif (Nigam ect, 2018). Pengambilan keputusan melibatkan lebih dari satu strategi penalaran, setidaknya dalam prakteknya, yaitu pendekatan intuitif dan analitis,(Dane dan Pratt, 2009;Hodgkinson *et al .*, 2009; Kahneman dan Klein, 2009; Hoffrage dan Marewski, 2015; Okoli *et al .*, 2016a).

Pengambilan keputusan didefinisikan sebagai proses memilih alternative tertentu dari sejumlah alternative yang ada, setelah melalui tahap evaluasi yang tepat dari semua alternative (Chandra,.2008.).

Keputusan adalah komitmen khusus untuk bertindak (komitmen sumber daya) dan proses pengambilan keputusan sebagai serangkaian tindakan dan faktor dinamis yang dimulai dengan identifikasi stimulus untuk bertindak dan diakhiri dengan komitmen khusus untuk bertindak (Mintzberg etc, 1976).

Peneliti perilaku keuangan mengatakan bahwa manusia tidak berperilaku secara rasional, keputusan mereka dipengaruhi oleh perasaan psikologis mereka. Menurut para ahli perilaku keuangan, setiap individu memiliki bias psikologis yang tidak dapat dihindari yang mencegah mereka dari membuat keputusan rasional, dan memiliki konsekuensi yang sangat buruk pada keputusan investasi dan efisiensi pasar.

Menurut Baker dan Nofsinger (2010), "kesalahan kognitif", "heuristik fundamental" dan "bias psikologis" mempengaruhi proses pengambilan keputusan investasi. Bias mental disinggung sebagai keyakinan dan kecenderungan (Pompian, 2006); mereka secara kolektif mempengaruhi individu untuk mengadopsi pada metode kegiatan khusus (Sahi, Arora & Dhameja, 2013) dan di samping itu, penalaran intuitif dan penilaian jelas memandu keputusan terkait investasi (Bondt, Mayora & Vallelado, 2013). Menurut Shefrin (2007), bias perilaku adalah alasan utama ketidakrasionalan dalam pengambilan keputusan dan kinerja investasi yang buruk.

Cohen, Kudryavtsev (2012) menunjukkan bahwa keputusan investor dipengaruhi oleh pengetahuan, historis kinerja pengalaman masa lalu dan harapan. Investor individu cenderung untuk menunjukkan bias perilaku saat bertransaksi saham dan, karena bias ini, mereka melakukan kesalahan transaksi (Chen, Kin, Nofsinger & Rui, 2007) dan kemudian, karena kesalahan transaksi ini dan / atau salah keputusan investasi, pasar dapat bereaksi berlebihan atau tidak bereaksi; di kedua situasi, pasar menjadi tidak efisien. Harga saham turun drastis, sebagai konsekuensi dari dana atau modal bergerak dari pasar saham ke pasar real, dan menyebabkan penarikan besar jumlah investor, sebagai cerminan dari efek faktor perilaku pada keputusan investor dan reaksi (Ngoc, 2014).

Pengambilan keputusan investasi dan efisiensi pasar adalah konsep rumit yang masih terus didiskusikan. Ada hubungan positif antara ekonomi dan bursa efek; memburuknya bursa efek akan mempengaruhi ekonomi dan sebaliknya. Demikian, keputusan investor individu pada bursa efek mengasumsikan bagian penting dalam memutuskan pengembangan pasar, yang kemudian mengelola ekonomi (Kengatharan & Kengatharan, 2014). Untuk memahami dan memberikan klarifikasi yang sesuai untuk pilihan dan efisiensi pasar investor, penting untuk mengeksplorasi

faktor-faktor perilaku yang mempengaruhi keputusan investor individu di Bursa Efek dan bagaimana faktor-faktor ini mempengaruhi efisiensi pasar.

Beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa, dalam kenyataannya, pasar tidak efisien karena dibatasi rasionalitas, kelemahan kognitif dan emosional, heuristik fundamental, penalaran intuitif dan informasi terbatas, serta anomali yang bertahan di pasar dan menghasilkan inefisiensi (Ajmal, Mufti & Shah, 2011).

Spesialis keuangan membuat kesalahan umum karena perilaku bias (Baker & Nofsinger, 2002), yang secara signifikan mempengaruhi harga pasar (Maheran & Muhammad, 2009) dan, sebagai hasilnya, pasar menjadi tidak efisien. Karena bias heuristik, kesalahan terjadi dan harga sekuritas menyimpang dari nilai fundamental mereka (Shefrin, 2006), dengan demikian menyebabkan pasar menjadi tidak efisien. Masalahnya adalah bagaimana berbagai faktor mempengaruhi keputusan investasi dan efisiensi pasar.

Pembuatan keputusan rasional dikombinasikan dengan proses pemikiran yang terstruktur atau logis untuk mencapai hasil yang efisien dan optimal. Sebuah teori telah diusulkan untuk mencapai hasil yang diinginkan dalam proses pengambilan keputusan yang dikenal sebagai teori pilihan rasional.

Teori pilihan rasional menegaskan bahwa pengambil keputusan mempertimbangkan satu set alternatif dari skenario yang berbeda untuk memilih sebuah pilihan. Untuk mencapai rasionalitas penuh orang-orang memerlukan kemampuan kognisi yang tidak terbatas. Sifat manusia sangat berbeda dengan kemampuan kognitif terbatas. Karena alasan ini, perilaku keputusan orang tidak dapat mengikuti rasionalitas penuh. Setelah itu, Simon (1956) mengusulkan konsep baru tentang rasionalitas terbatas.

Bagaimana pengambilan keputusan di Bursa Efek Indonesia, beberapa penelitian telah dilakukan, seperti yang dilakukan oleh Fachruddin (2018), meneliti tentang pengaruh demografi terhadap faktor internal investor individu dan keputusan investasi saham serta investment performance (studi kasus investor di kota Medan) hasilnya adalah variabel investor behavior sebagai intervening mampu membuat pengaruh secara signifikan kelompok usia terhadap keputusan investasi saham secara tidak langsung, menjadi temuan pada penelitian ini. Usia tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi saham secara langsung, namun apabila melewati variabel investor behavior maka terdapat pengaruh secara signifikan tingkat usia terhadap keputusan investasi saham.

Hasil survey literasi dan inklusi keuangan nasional tahun 2016 menunjukkan bahwa 67,8 persen masyarakat telah menggunakan produk dan layanan keuangan. Namun, hanya 29,9 persen masyarakat yang paham akan literasi keuangan, banyak masyarakat yang telah memiliki akses keuangan tetapi tidak dibekali dengan pemahaman keuangan yang memadai (Kompas Online, 2017).

PT Bursa Efek Indonesia (BEI) Perwakilan Makassar mengungkapkan, jumlah investor baru hingga April 2016 tumbuh signifikan hingga mencapai sekitar 1.700 investor. "Berdasarkan laporan pada akhir April 2016, sudah kita dapatkan sebanyak 7239 investor dari posisi Desember 2015 yakni 5.252. Artinya ada peningkatan kurang lebih 1.700 tambahan investor baru selama empat bulan," kata Kepala Perwakilan BEI Makassar, Fahmin Amirullah di Makassar. (Okezone.finance, 2016).

Adapun jumlah investor bursa efek Sulawesi Selatan Tahun 2017 di jelaskan seperti tabel 1.1 berikut ini :

Tabel 1.1 Jumlah Investor Sulawesi Selatan

| No. | Kota/ Kabupaten | Jumlah Investor (orang) | No | Kota/Kabupaten | Jumlah Investor (orang) |
|-----|-----------------|--------------------------|-----|-----------------|-------------------------|
| 1. | Makassar | 9.883 | 12. | Kab. Barru | 111 |
| 2. | Kab. Gowa | 648 | 13. | Kab. Luwu | 110 |
| 3. | Kota Palopo | 350 | 14. | Soppeng | 89 |
| 4. | Parepare | 266 | 15. | Kab. Luwu Utara | 86 |
| 5. | Kab. Luwu Timur | 254 | 16. | Kab. Takalar | 85 |
| 6. | Kab. Maros | 223 | 17. | Kab. Sidrap | 83 |
| 7. | Tana Toraja | 204 | 18. | Enrekang | 71 |
| 8. | Kab. Bone | 202 | 19. | Kab. Bantaeng | 71 |
| 9 | Kab. Pinrang | 176 | 20. | Jeneponto | 67 |
| 10. | Pangkep | 138 | 21 | Kab. Sinjai | 51 |
| 11. | Bulukumba | 118 | | | |
| | Total | | | | 13.286 |

Sumber : OJK Regional VI Sulawesi, Maluku dan Papua (2018)

Berdasarkan jenis investasi, jumlah investor Sulawesi Selatan di jelaskan pada tabel 1.2. berikut ini :

Tabel. 1.2. Jumlah investor berdasarkan jenis investasi

| Jenis Investasi | 2017 | 2018 |
|-----------------------------|--------|--------|
| Pasar Saham | 8.501 | 12.284 |
| Pasar Reksadana | 5.695 | 10.493 |
| Surat Berharga Negara (SBN) | 1.986 | 2.436 |
| Jumlah | 16.182 | 25.213 |

Sumber : OJK Regional VI Sulawesi, Maluku dan Papua (2018)

Dari data yang kita peroleh dari tabel 1.1. dan tabel 1.2. menunjukkan bahwa daerah Sulawesi Selatan memiliki pertumbuhan jumlah investor per September 2018

adalah sebesar 47,95 persen dari tahun 2017, sementara pasar reksadana pertumbuhan sangat tinggi yaitu sebesar 90,99 persen, ini menunjukkan bahwa masyarakat Sulawesi Selatan mulai paham dan mengerti tentang pasar modal dan cara mengelola uang yang dapat memberikan keuntungan lebih besar. (Tribun Makassar, 2018).

Sementara jumlah perusahaan sekuritas di Area Makassar akan dijelaskan seperti pada tabel 1.3 berikut

Tabel 1. 3. .Daftar Nama Perusahaan Sekuritas di Area Makassar

| No | Nama Perusahaan | No | Nama Perusahaan |
|----|----------------------------|-----|-------------------------------------|
| 1. | PT. Trimegah Sekurities | 9. | PT. Reliance Securities |
| 2. | PT. Dana Reksa Sekuritas | 10. | PT. OSO Securities |
| 3. | PT.Indopremier Sekuritas | 11. | PT. Bosowa Sekuritas |
| 4. | PT. Sinar Mas Sekuritas | 12. | PT. Valbury Securities |
| 5. | PT. First Asia Capital | 13. | MNC Securities |
| 6. | PT. BNI Securities | 14. | PT. Mandiri Sekuritas |
| 7. | PT. Kresna Graha Securindo | 15. | PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia |
| 8. | PT. RHB Securities | 16. | PT. Panin Sekuritas |

Sumber : Burse Efek Indonesia Perwakilan Makassar,2018.

Penambahan perusahaan sekuritas terjadi pada Agustus tahun 2018, dari 14 menjadi 16 perusahaan. Dua tambahan yakni PT Panin Sekuritas dan PT Mirae Asset Sekuritas. (Tribun Makassar, 2018).

Peneliti tertarik mengambil Makassar sebagai lokasi penelitian adalah karena seperti beberapa data yang telah diuraikan sebelumnya bahwa perkembangan jumlah investor di Makassar setiap tahunnya mengalami pertumbuhan jumlah investor , dimana pertumbuhan investor per September 2018 adalah 47,95 persen dari tahun 2017 juga perkembangan jumlah perusahaan sekuritas setiap tahunnya terjadi

pertambahan. Namun sebaliknya penelitian-penelitian di bursa efek Makassar dalam pengambilan keputusan jual beli saham masih kurang sehingga hal inilah yang menjadi peluang bagi peneliti untuk melakukan penelitian mengenai pengambilan keputusan di bursa efek khususnya kota Makassar.

Penelitian-penelitian tentang Bursa Efek Indonesia khususnya untuk wilayah Sulawesi Selatan antara lain, (Said, 2019) tentang Analisis Kinerja Saham di Bursa Efek Indonesia Indonesia (Survei Perilaku Investor di Makassar, Indonesia) hasil penelitian menunjukkan bahwa Perilaku investor di Makassar terhadap risiko investasi adalah *risk neutral* atau bersifat netral terhadap risiko saham yang diportfoliokan. Perilaku risk netral ini dipengaruhi oleh karakteristik investor di Makassar dominan pada segi : umur usia produktif (36-45 Tahun), berjenis kelamin laki-laki, berpendidikan sarjana, telah berumah tangga, pendapatan di atas 100 juta. Faktor demografi ini mempengaruhi karakter investor di Makassar yang bersifat *risk neutral*. Perilaku investor terhadap risiko akan berubah seiring dengan perubahan investor dari segi demografi, pengalaman hidup, serta pengaruh hubungan dengan teman dan kerabat.

(Laba, 2016), tentang *Analisis Pengaruh Perilaku Investasi, Reaksi Terhadap Risiko dan Pengetahuan di Bursa Efek Terhadap Penggunaan Analisis Keuangan dan Kinerja Investor di Bursa Efek Indonesia (survei perilaku investor di Makassar, Indonesia)*, tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh perilaku investor bereaksi terhadap risiko dan pengetahuan di bursa dapat mempengaruhi investor menggunakan analisis keuangan untuk mencapai kinerja investor, temuannya adalah bahwa perilaku investor Makassar dapat mempengaruhi penggunaan analisis keuangan, kemudian perilaku investor dapat mempengaruhi

kinerja saham investor, pengetahuan tentang bursa tidak mempengaruhi penggunaan analisis keuangan, tetapi berpengaruh signifikan terhadap kinerja investor.

Penelitian selanjutnya di Bursa Efek Indonesia khusus wilayah Sulawesi Selatan adalah, (Parmitasari, 2018) tentang Analisis Etika dan Perilaku Investor dan dampaknya terhadap kepuasan keuangan investor di Pasar Modal khususnya investor di Sulawesi Selatan, hasil penelitian menunjukkan etika investasi mempengaruhi kepuasan finansial, etika investasi juga mempengaruhi perilaku investor. Terlebih lagi, perilaku investor mempengaruhi kepuasan keuangan. Adapun penelitian tentang pengambilan keputusan investor di Bursa Efek Makassar masih kurang dilakukan, oleh karena itu penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengambilan keputusan investor saham di Bursa Efek untuk wilayah Makassar.

Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah bahwa penelitian ini tidak hanya menganalisis pengambilan keputusan dipengaruhi oleh faktor *literacy finance*, faktor demografi dengan di intervening oleh faktor *preferensi investor* tetapi juga menganalisis perilaku investor terhadap risiko berdasarkan faktor demografi terhadap pengambilan keputusan saham dengan menyebarkan kuisisioner pada investor yang terdaftar pada sekuritas yang ada di Makassar dengan mengambil sumber data primer nasabah. Sehingga berdasarkan uraian diatas melalui penelitian ini akan di analisis dengan judul “***Analisis Perilaku Investor Terhadap Pengambilan Keputusan di Pasar Saham*** .

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas maka rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu :

1. Apakah faktor demografi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi saham?
2. Apakah faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko?
3. Apakah pengetahuan keuangan berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko?
4. Apakah perilaku keuangan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi ?
 - 4.1. *Apakah loss aversion* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi ?
 - 4.2. *Apakah regret aversion* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi ?
 - 4.3. *Apakah mental accounting* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi ?
5. Apakah perilaku keuangan berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko?
 - 5.1. *Apakah loss aversion* berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko?
 - 5.2. *Apakah regret aversion* berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko
 - 5.3. *Apakah mental accounting* berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko
6. Apakah toleransi risiko berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

7. Apakah faktor demografi berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening.
8. Apakah pengetahuan keuangan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening.
9. Apakah perilaku keuangan melalui faktor toleransi risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang ingin dicapai dari hasil penelitian ini adalah untuk :

1. Menganalisis faktor demografi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi.
2. Menganalisis faktor demografi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap toleransi risiko.
3. Menganalisis pengetahuan keuangan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap toleransi risiko
4. Menganalisis perilaku investor mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi
 - 4.1. Menganalisis *loss aversion* berpengaruh terhadap keputusan investasi
 - 4.2. Menganalisis *regret aversion* berpengaruh terhadap keputusan investasi .
 - 4.3. Menganalisis *mental accounting* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

5. Menganalisis perilaku investor mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap toleransi risiko.
 - 5.1. Menganalisis *loss aversion* berpengaruh terhadap toleransi risiko
 - 5.2. Menganalisis *regret aversion* berpengaruh terhadap toleransi risiko
 - 5.3. Menganalisis *mental accounting* berpengaruh signifikan terhadap toleransi risiko
6. Menganalisis toleransi risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi.
7. Menganalisis faktor demografi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening..
8. Menganalisis pengetahuan keuangan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan dengan menjadikan toleransi risiko sebagai variabel intervening..
9. Menganalisis perilaku investor melalui faktor toleransi risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Kontribusi Teoritis

Penelitian ini melahirkan sebuah konsep untuk menganalisis faktor demografi, literasi keuangan, perilaku keuangan melalui toleransi risiko investor, yang mampu membantu investor dalam pengambilan keputusan di Pasar saham. Secara teoritis dapat berkontribusi dalam memperkaya konsep manajemen khususnya manajemen keuangan dalam faktor demografi, literasi keuangan, dan perilaku keuangan melalui toleransi risiko investor, yang mampu membantu investor dalam pengambilan

keputusan di Pasar Saham. Konsep baru yang dapat memberikan pemahaman mengenai, literasi keuangan faktor demografi melalui toleransi risiko investor dan perilaku keuangan, yang mampu membantu investor dalam pengambilan keputusan di Pasar Saham khususnya bagi para investor di Makassar.

1.4.2. Kontribusi Akademis

Hasil penelitian dapat dijadikan informasi awal bagi akademisi (peneliti) dalam mengembangkan konsep ilmu manajemen khususnya manajemen keuangan yang berbasis pasar saham dalam pengambilan keputusan investor di pasar saham dengan melibatkan faktor-faktor demografi, literasi keuangan dan perilaku keuangan melalui toleransi risiko investor, yang mampu membantu investor dalam pengambilan keputusan di Pasar Saham.

1.4.3. Kontribusi Praktisi

Hasil penelitian ini dapat dijadikan informasi awal bagi praktisi baik pengelola sekuritas yang ada di Makassar maupun Investor dapat dijadikan rujukan untuk pengembangan terhadap pemberian literasi kepada para calon nasabah, perbaikan arsip data nasabah yang sudah ada, serta menjadi rujukan terhadap perkembangan perilaku investor Makassar dalam pengambilan keputusan yang dipengaruhi oleh faktor demografi, literasi keuangan, perilaku keuangan serta toleransi risiko, yang nantinya bisa melihat peluang untuk meningkatkan minat masyarakat untuk berinvestasi saham.

Bagi investor dan calon investor menjadi rujukan dalam pengambilan keputusan investasi saham baik jual maupun beli. Sehingga dalam pengambilan keputusan mempertimbangkan faktor-faktor demografi, literasi keuangan, perilaku keuangan

investor serta toleransi terhadap risiko, sehingga nantinya hasil keputusan yang di ambil sesuai dengan harapan.

1.4.4. Kontribusi Pemerintahan

Hasil penelitian ini dapat dijadikan informasi bagi pemerintah khususnya OJK, PIPM dapat melihat kendala-kendala yang di hadapi para investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi, sehingga nantinya pihak yang terkait mampu membuat kebijakan yang dapat membantu investor dalam pengambilan keputusan jual maupun beli saham. Sehingga kedepannya banyak investor yang bergiat berinvestasi sehingga sumber-sumber pendanaan pembangunan yang berasal dari dalam negeri semakin meningkat juga mampu menggeser gaya hidup konsumtif masyarakat Makaassar kearah pola hidup gemar berinvestasi untuk memperoleh kesejahteraan finansial di masa depan dan masa pensiun.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

Prinsip – prinsip dasar pada manajemen keuangan merupakan inti dari konsep dan teknik dalam manajemen keuangan, sehingga memungkinkan untuk fokus pada logika yang mendasari praktek manajemen keuangan.

Asumsi tentang perilaku investor ini pada dasarnya bersumber pada literature ekonomi klasik dan neoklasik, di mana manusia dipandang sebagai makhluk yang mampu membuat keputusan berdasarkan pertimbangan-pertimbangan yang sangat logis dan transparan.

Dalam kenyataannya, asumsi tentang rasionalitas investor tidak mudah untuk dipenuhi. Baik para peneliti maupun para praktisi keuangan menemukan sejumlah fakta yang tidak sepenuhnya sejalan dan seringkali bahkan bertentangan dengan asumsi tersebut. Para investor di pasar modal kerap kali menunjukkan perilaku irasional (*irrational behavior*) di samping sering melakukan tindakan berdasarkan *judgement* yang jauh menyimpang dari asumsi rasionalitas.

Penelitian ini menekankan pada prinsip dasar manajemen keuangan yang pertama yaitu *Risk-Return Trade Off*. Manajemen keuangan mengenal istilah "*High Risk, High Return*" yaitu harus ada pertukaran antara risiko dan *return*. Apabila risiko bertambah maka *return* seharusnya turut bertambah. Hal ini dimaksudkan sebagai harus ada penambahan *return* sebagai kompensasi dari penambahan risiko yang akan ditanggung oleh investor (Keown et al. 2010).

2.1.1. Risk - return trade - off

Risk - return trade - off memiliki pengertian tidak akan mengambil risiko tambahan kecuali berharap akan dikompensasikan dengan penambahan *return*. Investasi dan menabung untuk memperluas peluang konsumsi masa depan membeli rumah, mobil atau pensiun. Investor menuntut pengembalian minimum untuk menunda konsumsi yang lebih besar dari tingkat inflasi. Jika mereka tidak menerima cukup *return* untuk mengimbangi inflasi, investor akan membeli atau melakukan investasi aset yang dapat mengimbangi tingkat inflasi. Investor memilih untuk menaruh uang mereka pada investasi berisiko karena investasi ini menawarkan hasil yang lebih tinggi. Semakin banyak risiko dalam investasi, semakin tinggi *return* yang diharapkan.

Investor memiliki harapan akan *return* dari investasi, tetapi tidak bisa mengetahui tentang masa depan dan apakah yang mereka inginkan benar-benar akan terjadi.

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya. Konsep risiko dan *return* dipopulerkan oleh Markowitz. Markowitz memperkenalkan model yang disebut sebagai *two-parameter model (Mean Variance Criterium)*, mengatakan bahwa investor seharusnya memfokuskan pada dua parameter yaitu: *return* atau tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu aset, dan risiko yang dilihat melalui standar deviasi return aset tersebut. Secara definisi konsep *risk-return trade off*

merupakan hubungan antara risiko dan *return* yang biasanya seseorang akan menerima risiko yang lebih besar bila ingin memperoleh *return* yang lebih besar (Markowitz, 1959).

Teori portofolio juga sebagai dasar dalam penelitian ini. Teori portofolio diperkenalkan oleh Markowitz (1959) yang merupakan teori yang pertama diperkenalkan untuk pembahasan tingkat pengembalian dan risiko, terutama mengenai keinginan investor tentang pilihan antara risiko dan tingkat pengembalian..

Unsur risiko dapat diminimalisir melalui diversifikasi dan mengkombinasikan berbagai instrumen investasi ke dalam portofolio sehingga mencapai portofolio yang optimal. Portofolio optimal merupakan portofolio efisien yang mempunyai utilitas yang tertinggi untuk investor tertentu. Teori Portofolio Markowitz didasarkan atas pendekatan mean (rata-rata) dan variance (varian), dimana mean merupakan pengukuran tingkat return dan varian merupakan pengukuran tingkat risiko. Konsep portofolio Markowitz bahwa investor akan selalu berpijak pada risiko dari portofolio, dimana tujuan melakukan portofolio untuk penyebaran risiko.

Penelitian ini berusaha untuk membantu investor mempertimbangkan beberapa variabel untuk mengambil keputusan investasi saham teori –teori yang digunakan dalam penelitian ini adalah, Faktor Demografi, Literasi Keuangan, Perilaku keuangan (Behavior Finance), Preferensi Risiko yaitu *The Prospect Teory* (Kahneman dan Tversky, 1979), Pengambilan Keputusan

2.1.2. Faktor Demografi

Demografi secara *etimology* (kebahasaan) berasal bahasa Latin, kata “*demograhie*” terdiri dari dua kata yaitu *demos* dan *graphien*, *demos* artinya penduduk

dan *graphien* berarti catatan, bahasan tentang sesuatu. Definisi demografi menurut Bogue (1973) “Kependudukan atau demografi adalah ilmu yang mempelajari dinamika kependudukan manusia. Meliputi di dalamnya ukuran, struktur, dan distribusi penduduk, serta bagaimana jumlah penduduk berubah setiap waktu akibat kelahiran, kematian, migrasi, serta penuaan”. Secara *etimology* makna demografi adalah catatan atau bahasan mengenai penduduk suatu daerah pada waktu tertentu.

Demografi adalah studi tentang ukuran, distribusi teritorial, dan komposisi penduduk, perubahan didalamnya, dan komponen – komponennya. Perubahan seperti itu, yang dapat diidentifikasi sebagai kelahiran, kematian, teritorial gerakan (migrasi), dan mobilitas sosial atau perubahan status (Hauser dan Duncan, 1959). Menurut Xie (2000) bahwa konsep demografi (misalnya, tingkat kelahiran, tingkat kematian, dan migrasi), metode dan strategi analisis (misalnya, analisis tabel hidup) dapat segera diperluas ke spesies lain (serangga, hewan, tumbuhan, dll.) dan barang tidak bernyawa (perusahaan, mobil, dan lain - lain).

Menurut Scheidel (2001) bahwa demografi merupakan studi tentang ukuran, struktur dan perkembangan populasi manusia, dimana mulai mendapat perhatian lebih di kalangan sejarawan kuno. Becker (2008) mendefinisikan bahwa demografi merupakan studi tentang populasi yang bersifat statis dan dinamis.

2.1.3. Literasi Keuangan

Menurut Lusardi dan Mitchell (2010) mendefinisikan literasi keuangan sebagai pengetahuan keuangan dan kemampuan untuk mengaplikasikannya (*knowledge and ability*).

Dalam penelitian mengenai literasi keuangan, terdapat penelitian yang memisahkan batasan pengertian literasi keuangan dengan pengetahuan keuangan.

Menurut Lusardi, literasi keuangan adalah pengetahuan mengenai konsep keuangan dan risikonya, dan keterampilan menerapkan pengetahuan dan pemahaman tersebut untuk membuat keputusan yang efektif dalam konteks keuangan.

Sedangkan pengetahuan keuangan Menurut Cathy Faulcon Bowen merupakan pemahaman tentang istilah dan konsep keuangan yang diperlukan untuk penggunaan sehari-hari. Menurut Sandra J.Huston, pengetahuan keuangan merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari literasi keuangan namun pengetahuan keuangan tidak setara dengan literasi keuangan. Literasi keuangan terdiri dari dua dimensi yaitu pengetahuan dan penerapan dalam hal keuangan.

Menurut Hailwood 2007, financial literacy akan mempengaruhi bagaimana orang menabung, meminjam, berinvestasi dan mengelola keuangan. Lebih jauh, kecakapan finansial disini juga lebih menekankan pada kemampuan untuk memahami konsep dasar dari ilmu ekonomi dan keuangan, hingga bagaimana menerapkannya secara tepat.

Menurut Rohrke & Robinson 2000, literasi keuangan adalah cara yang baik untuk mengajarkan konsumen tentang manfaat memiliki hubungan dengan lembaga keuangan. Diantaranya adalah pendanaan dan kredit, kemampuan untuk membangun keuangan yang positif. Memberikan pelatihan literasi keuangan bukanlah satu ukuran cocok untuk semua usaha. Literasi Keuangan dibagi menjadi empat kategori: awal intervensi, dasar literasi, rehabilitasi kredit dan perencanaan jangka panjang atau aset bangunan. Pengenalan pada tahap awal seringkali dapat menghilangkan kebutuhan untuk intervensi korektif pada tahap-tahap selanjutnya. Mengingat luasnya dan berbagai bahan yang tersedia, mungkin berguna untuk

pertama menentukan tujuan institusi dan untuk melakukan pelatihan literasi keuangan.

Literatur yang relevan dalam mendefinisikan literasi keuangan (Huston, 2010), Servon dan Kaestner (2008) menggambarkannya sebagai "kemampuan seseorang untuk memahami dan memanfaatkan konsep keuangan ". Literasi keuangan atau pengetahuan berbeda dari tingkat pendidikan seseorang. Seseorang mungkin berpendidikan lebih tinggi sementara orang lain mungkin tidak memiliki pengetahuan dasar tentang konsep keuangan seperti nilai waktu uang, saham, obligasi dan diversifikasi risiko. Atau, orang mungkin kurang berpendidikan, sedangkan orang itu mungkin lebih akrab dengan masalah keuangan dari orang yang berpendidikan tinggi.

Selain itu, beberapa penelitian telah mengungkapkan bahwa pengetahuan keuangan membuat perbedaan persepsi terhadap investasi. Diacon (2004) telah menunjukkan bahwa para ahli keuangan dan orang-orang dengan pengetahuan keuangan yang lebih rendah memiliki persepsi risiko yang berbeda. Pakar keuangan lebih memilih alternatif berisiko daripada orang awam karena persepsi risiko mereka yang rendah.

Wang *et al.* (2011) menyimpulkan bahwa skala yang berhubungan dengan pengetahuan sangat terkait dengan skala risiko. Penelitian sebelumnya telah mengungkapkan bahwa financial Literacy (FL) memiliki dampak positif pada diversifikasi portofolio (Guiso dan Jappelli, 2008), partisipasi saham yang lebih tinggi (Van Rooij *et al.* , 2007), kesiapan untuk pasca pensiun (Lusardi dan Mitchell, 2007), akumulasi kekayaan (Van Rooij *et al.* , 2012), dll. Namun, sambil berfokus pada FL,

faktor demografi dan sosial ekonomi, studi ini tampaknya mengabaikan faktor individu / sikap lainnya (lihat Aren dan Aydemir, 2014b untuk rincian).

Literasi keuangan telah dipelajari dari berbagai aspek. Entitas Pemerintah dan organisasi swasta di negara maju telah melakukan survei untuk mengukur tingkat literasi keuangan penduduk mereka. Sebuah studi oleh OECD (2005) ditinjau literasi keuangan di 12 negara termasuk Amerika Serikat, Inggris, negara-negara Eropa, Australia, dan Jepang. Studi ini menemukan bahwa semua survei dilakukan pada negara-negara tersebut menyimpulkan bahwa keaksaraan keuangan sangat rendah untuk sebagian besar responden. Memiliki minat untuk memperluas penelitian mereka sebelumnya di bidang ini, Chen dan Volpe (1998) memeriksa keaksaraan keuangan pribadi dari 924 mahasiswa dari 13 kampus berlokasi di Amerika Serikat. Selain itu, mereka menyelidiki hubungan antara tingkat keaksaraan keuangan dan jenis kelamin, usia, kebangsaan, ras, pendapatan, pengalaman kerja, disiplin ilmu, dan peringkat kelas.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa subkelompok dari disiplin ilmu, peringkat kelas, dan pengalaman kerja bertahun-tahun secara signifikan memiliki perbedaan dalam hal tingkat literasi keuangan. Jurusan non-bisnis, siswa dengan prestasi di bawah rata-rata kelas, dan mereka yang memiliki sedikit pengalaman kerja memiliki tingkat melek finansial yang lebih rendah. Selain itu, wanita memiliki pengetahuan keuangan yang rendah daripada pria, dan siswa asing memiliki pengetahuan finansial lebih banyak dibandingkan warga AS.

Volpe dkk. (2002) berpendapat bahwa investor online harus memiliki lebih banyak pengetahuan daripada investor yang tidak on line untuk berhasil di pasar sekuritas, karena mereka lebih memungkinkan dikelilingi oleh kesalahan informasi

keuangan dan manipulasi. Oleh karena itu, para penulis meneliti literasi investasi dari 530 investor online dan perbedaan dalam tingkat literasi di antara berbagai kelompok peserta yang menggunakan usia, pendapatan, jenis kelamin, pendidikan, dan pengalaman perdagangan online sebelumnya sebagai variabel. Studi menunjukkan bahwa level literasi keuangan bervariasi dengan pendidikan, pengalaman, usia, pendapatan, dan jenis kelamin masyarakat. Khususnya, perempuan memiliki literasi keuangan yang jauh lebih rendah daripada laki-laki dan peserta yang lebih tua berkinerja lebih baik daripada partisipan yang lebih muda. Juga, pedagang online lebih tinggi pengetahuannya dari yang lain. Selain itu, investor dengan pendapatan yang lebih tinggi memiliki lebih banyak pengetahuan investasi daripada mereka yang berpenghasilan rendah, dan investor yang berpendidikan S-1 atau lebih tinggi berkinerja lebih baik daripada mereka yang berpendidikan rendah. Sebaliknya, beberapa studi empiris telah menunjukkan bahwa individu yang mengalami kesulitan dalam menghubungkan emosi mereka dengan keputusan membuat keputusan yang sangat buruk dalam beberapa konteks dan mengambil risiko bahkan ketika mereka mengakibatkan kerugian katastrofik (Bechara, Damasio, Tranel dan Damasio, 1997; Damasio, 1994; Rogers et al., 1999; Shiv, Loewenstein, Bechara, Damasio dan Damasio, 2005).

Meskipun begitu, ada juga bukti yang bertentangan dengan biasing efek emosi yang tidak relevan pada pengambilan keputusan (Benartzi dan Thaler, 1995; Loewenstein dan Lerner, 2003); studi-studi yang disebutkan di atas juga menunjukkan bahwa ada keadaan khusus di mana individu yang kehilangan kapasitas untuk memproses informasi emosional mungkin benar-benar membuat keputusan yang lebih baik dari individu normal (Damasio, 1994; Shiv, Loewenstein dan Bechara, 2005)

2.1.3.1. Indikator *Financial literacy*

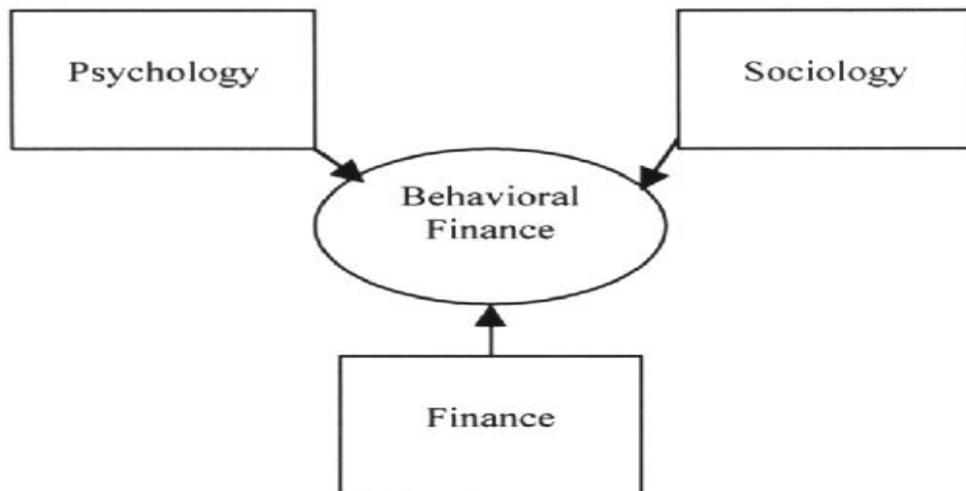
Berikut ini Indikator-indikator *financial literacy* yang digunakan dalam penelitian sebelumnya terdiri dari, Menurut Chen (1998) beberapa indikator yang termasuk dalam *financial literacy* antara lain: a) pengetahuan umum (*general knowledge*), b) tabungan dan pinjaman (*saving & borrowing*), c) asuransi (*insurance*), dan d) investasi (*investment*). Sedangkan Mandell, (2007) mengukur *financial literacy* dengan melibatkan 4 indikator yakni: a) *income*, b) *money management*, c) *spending & credit*, d) *saving & investing*. Penelitian terbaru dari Cameron et al (2013: 6) dalam pengukuran *financial literacy* mencakup 5 indikator, yakni: a) *the economic way of thinking*, b) *earning income*, c) *saving*, d) *spending and using credit*, e) *money management*.

2.1.4. Perilaku Keuangan (*Behavior Finance*)

2.1.4.1. Definisi tentang Perilaku Keuangan

“Perilaku investor adalah bagian dari perilaku keuangan, yang berusaha memahami dan memprediksi sistematis keuangan terhadap implikasi pasar dari proses pengambilan keputusan secara psikologis. Perilaku keuangan erat menggabungkan perilaku individu dan fenomena pasar dan menggunakan pengetahuan yang diambil baik dari bidang psikologis dan teori keuangan.” (Darilet, 2001). Menurut Glaser et al. (2004, p. 527): “Behavioral finance sebagai suatu subdisiplin dari ekonomi perilaku keuangan yang menggabungkan temuan dari psikologi dan sosiologi ke dalam teori-teorinya. Model keuangan perilaku biasanya dikembangkan untuk menjelaskan perilaku investor atau anomali pasar ketika model rasional tidak memberikan cukup penjelasan ”.

Menurut Ricciardi (2000), *Behavioral Finance* adalah suatu disiplin ilmu yang di dalamnya melekat interaksi berbagai disiplin ilmu dan terus menerus berintegrasi sehingga pembahasannya tidak dilakukan isolasi. Ada 3 Aspek yang mempengaruhi *Behavioral Finance*. Seperti yang dijelaskan dalam gambar 2.1. berikut ini



Gambar 2.1. Aspek *Behavioral Finance* (Ricciardi & Simon,2000)

2.1.4.2. Sejarah *Behaviour Finance*

Untuk sepenuhnya memahami perilaku keuangan seperti sekarang ini, pertamanya kita harus belajar bagaimana hal itu terjadi yaitu Shiller (2003) membantu pembaca mengambil langkah pertama karena penulis menawarkan gambaran besar tentang evolusi keuangan perilaku selama beberapa dekade. Pada tahun 1980-an, konsistensi model pasar efisien mulai ditantang. Satu masalah yang mengganggu penerimaan secara keseluruhan pada pasar yang efisien adalah masalah kelebihan volatilitas.

Beberapa teori dibentuk untuk mendeskripsikan perubahan luas harga saham, namun terbukti sulit untuk mendamaikan ide itu harga saham adalah nilai sekarang dari semua dividen masa depan (seperti kebanyakan ahli teori keuangan akan

berdebat) dengan volatilitas yang diamati dalam harga saham. Ini berarti keuangan benar-benar salah tentang apa yang membuat nilai untuk sebuah saham, atau investor tidak sepenuhnya rasional.

Mengikuti ini, Shiller mendorong gagasan bahwa pasar mungkin efisien pada tingkat mikro, tetapi tidak efisien pada level makro. Singkatnya, ini berarti pergerakan saham individu

Dalam berbagai literatur keuangan, ada satu asumsi kuat mengenai pasar modal yang telah dibangun sejak lama, yaitu hipotesis pasar efisien. Satu artikel yang sangat penting di bidang keuangan telah ditulis oleh Fama (1970) berkaitan dengan konsep pasar modal efisien. Suatu pasar dikatakan efisien apabila pasar tersebut efisien dalam mengelola informasi, dimana harga-harga sekuritas yang terbentuk pada suatu waktu tertentu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia pada saat itu (Fama, 1970; 1976: 133).

Hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) yang dikemukakan oleh Fama sebelumnya telah mengubah cara pandang kita tentang bagaimana cara kerja pasar modal. Persaingan yang sangat ketat antar investor akan menyebabkan harga saham merefleksikan seluruh informasi yang ada saat itu, sehingga investor dapat mempercayai bahwa harga tersebut adalah harga yang *fair*. Akibatnya, secara teori, pelaku pasar yang aktif tidak mungkin memperoleh *abnormal return* (*beat the market*) secara terus menerus karena investor lain akan mengetahui aksi yang dilakukan oleh seorang investor. Sehingga satu-satunya cara untuk memperoleh *return* yang lebih tinggi adalah dengan cara berinvestasi pada aset-aset yang lebih berisiko.

Secara keseluruhan hipotesis pasar efisien telah menjadi dasar teori keuangan klasik yang menjelaskan bahwa pelaku pasar memiliki perilaku yang rasional.

Sejatinya, investor yang rasional akan memaksimalkan utilitasnya, yaitu *return* yang tinggi dan risiko yang kecil berdasarkan informasi yang tersedia di pasar. Hampir semua teori ekonomi berpendapat bahwa investor selalu berupaya untuk memaksimalkan utilitasnya yang merujuk pada pengambilan keputusan diantara pilihan yang berisiko. Jika investor bertindak rasional maka pada saat harga saham menurun, maka saham tersebut akan dibeli. Sebaliknya, jika harga suatu saham meningkat, maka saham tersebut akan dijual.

Namun teori ini tidak mampu memberikan penjelasan tentang sejumlah ketidakkonsistenan (*anomaly*) pasar modal, misal *January Effect*, *Day of the week effects*, *returns over trading and non-trading periods*, *stock return volatility and the internet phenomenon* (termasuk kebutuhan pasar modal sebagai imbas dari kejatuhan saham-saham berbasis internet di akhir tahun 1990-an), kejatuhan pasar modal di tahun 1929 dan 1987 serta dampak dari krisis subprime mortgage di tahun 2007-2008.

Dari berbagai literatur yang ada saat ini dapat disimpulkan bahwa keuangan standar membangun beberapa pondasi dasar, yaitu investor memiliki sifat rasional, yang berarti bahwa mereka selalu mendasarkan keputusan mereka dalam berinvestasi berdasarkan dasar-dasar pemikiran ekonomi terkait dengan investasi. Keuangan standar juga mempercayai bahwa pasar berada pada kondisi yang efisien dan para pelaku pasar merancang portofolio mereka sesuai dengan aturan yang ada dalam teori portofolio. *Return* yang diharapkan dalam teori keuangan standar juga dipercaya dapat dijelaskan oleh teori *Asset Pricing* dimana perbedaan *return* yang diharapkan hanya ditentukan oleh risiko.

Artikel yang memuat hasil penelitian yang dilakukan oleh Grossman, Stiglitz, De Bondt dan Thaler ini mengundang banyak reaksi karena dipandang kontroversial,

karena sebelumnya yang digunakan adalah hipotesis Fama (1970) tentang efisiensi pasar.

Pada tahun 1979, Tversky dan Kahneman telah memperkenalkan sebuah teori yang cukup mengejutkan para ahli di bidang keuangan. Teori yang mereka kemukakan, *Prospect Theory*, yang bertentangan dengan *Expected Utility Theory* yang banyak dipakai dalam menerangkan proses pengambilan keputusan. Tversky dan Kahneman mengatakan bahwa manusia (investor) akan memberikan nilai-timbang (*weight*) yang berbeda antara keuntungan (*gains*) dan kerugian (*losses*), orang lebih merasa tertekan (*distressed*) oleh kerugian yang kemungkinan akan ia dapatkan dibandingkan dengan rasa senang atas keuntungan yang didapatkan dengan jumlah yang sama (dengan kerugian tersebut).

2.1. 4. 3. Teori dan Faktor Perilaku Keuangan

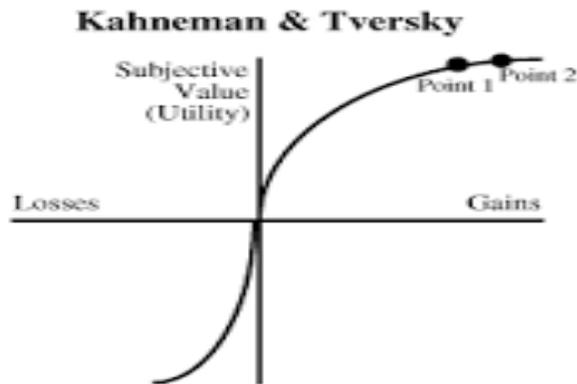
2.1. 4.3.1. Teori Prospek

“Teori prospek, yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979), adalah salah satu yang paling sering dikutip dan dokumentasi fenomena terbaik dalam psikologi ekonomi. Teori itu menyatakan bahwa kita memiliki kecenderungan yang tidak rasional kurang mau bertaruh dengan keuntungan daripada dengan kerugian. ”Tvede (1999, p. 166) dalam Luu Thi Bich Ngoc (2014) teori prospek menunjukkan perilaku manusia ketika mereka menghadapi risiko dan ketidakpastian, manusia tidak secara konsisten menghindari risiko; bukan mereka menghindari risiko dalam keuntungan tetapi pengambil risiko dalam kerugian (Kishore, 2004 dalam Luu Thi Bich Ngoc, 2014). Dengan kata lain, pedagang paling cenderung mengambil risiko selanjutnya jika mereka sudah mengalami kerugian. Sebaliknya, trader yang telah

mengalami untung, biasanya paparan mereka terhadap risiko berikutnya. Oleh karena itu, orang-orang merespons secara berbeda, tergantung pada apakah pilihan dibingkai dalam hal perolehan atau dalam hal kerugian. Contoh efek framing yang paling terkenal diilustrasikan oleh Tversky dan Kahneman (1981).

Titik awalnya adalah pada analisis perilaku seseorang dalam mengambil keputusan (ekonomi) di dalam dua pilihan. Teori *prospect* dimulai dengan penelitian Kahneman dan Tversky terhadap perilaku manusia yang dianggap aneh dan kontradiktif dalam mengambil suatu keputusan. Subyek penelitian yang sama diberikan pilihan yang sama namun diformulasikan secara berbeda, dan mereka menunjukkan dua perilaku yang berbeda.

Prospect theory menjelaskan ketika individu membuat keputusan yang berisiko maka persepsi terhadap potensi untung dan rugi akan berhubungan dengan standar ekonomi (Kahneman dan Tversky, 1979). *Prospect theory* memprediksi bahwa suatu keputusan tergantung pada bagaimana suatu masalah disusun. Jika suatu nilai referensi di definisikan sebagai suatu pengeluaran yang terlihat sebagai sebuah keuntungan, maka hasil fungsi akan menjadi cekung dan pembuat keputusan akan menolak mengambil resiko. Di sisi lain, jika nilai referensi didefinisikan sebagai pengeluaran yang terlihat sebagai kerugian, maka nilai fungsi menjadi cembung dan pembuat keputusan akan mengambil keputusan untuk mengambil resiko. Penjelasan ini dapat dilihat pada Gambar 2.2



Gambar 2.2. Fungsi Nilai dari Kahneman dan Tversky

Berdasarkan Teori Prospek tersebut, model pengambilan keputusan berdasarkan kepada kurva S yang menyatakan bahwa pengambilan keputusan seorang individu berbasis pada keuntungan dan kerugian yang dihadapi, bukan berbasiskan pada total kekayaan. Secara lebih lanjut, bentuk S dari kurva tersebut mengimplikasikan bahwa setiap individu memiliki respon yang berbeda atas keuntungan dan kerugian yang dihadapi. Hal ini berarti setiap individu akan mengambil keputusan tidak hanya berdasarkan hasil akhir yang diharapkan, namun juga berdasarkan kondisi yang dihadapi setiap individu dan bagaimana kondisi tersebut dapat mempengaruhi lingkungan sekitar dalam mengambil keputusan.

Bentuk Kurva S yang melengkung ke dalam (*concave*) menggambarkan individu yang memiliki karakteristik yang menghindari risiko atas tingkat pengembalian dan pencari risiko untuk kerugian. Sedangkan bagian kurva yang melengkung keluar menjelaskan perilaku individu yang menghindari risiko, dalam hal ini kerugian.

Individu cenderung memiliki reaksi yang lambat dalam merespon kerugian, namun cenderung bersifat reaktif dalam merespon keuntungan. Kahneman (2003) menyarankan bahwa setiap individu akan lebih menerima kerugian dalam sebuah

permainan berisiko ketika telah dimainkan beberapa kali daripada dimainkan sekali. Mereka cenderung berfikir sempit untuk investasi yang dilakukan satu kali, dan berfikir luas untuk investasi yang telah dilakukan berkali-kali.

Prospect theory difokuskan pada pengambilan keputusan mental yang dipengaruhi oleh sistem nilai investor (Filbeck et al., 2005). *Prospect theory* dijelaskan beberapa kondisi mental yang efektif pada proses pengambilan keputusan seperti *loss aversion*, *regret aversion*, dan *mental accounting* (Waweru et al., 2008).

2.1.4.3.1. **Loss Aversion**

Sejak dikemukakannya teori *loss aversion* (Kahneman dan Tversky, 1979) yang menyebutkan bahwa kerugian memiliki bobot yang lebih besar dibandingkan keuntungan, maka tingginya frekuensi evaluasi terhadap suatu investasi pada asset berisiko akan mendorong tingkat ketidakpuasan investor yang semakin tinggi (Haigh dan List, 2005), demikian juga sebaliknya. Dengan demikian, frekuensi evaluasi yang semakin rendah akan mendorong investor untuk mengalokasikan proporsi asset yang lebih besar pada investasi yang lebih berisiko (misalnya saham) dibandingkan investasi yang kurang berisiko (misalnya obligasi). Kondisi ini menunjukkan bahwa para investor akan mengalami *myopic loss aversion* apabila mereka mengevaluasi hasil investasi mereka berupa keuntungan dan kerugian secara terpisah pada saat mengonsumsi suatu informasi (Haigh dan List, 2005). Analisis inilah yang mendorong manager bank Hapoalim (salah satu perusahaan reksadana terbesar di Israel) mengubah jangka waktu pemberian informasinya dari satu bulan menjadi tiga bulan (Gneezy et al., 2003: 821).

Investor dalam melakukan transaksi jual beli saham di bursa, investor akan memperoleh gain (keuntungan) atau loss (kerugian). Investor akan lebih merasa

terluka jika mengalami loss daripada mendapatkan gain dalam jumlah yang sama (Roth, 2007). Perasaan sedih atau terluka karena mengalami loss bisa sampai dua kali lebih besar daripada mendapatkan gain dalam jumlah yang sama (Tilson,2005).

Mengacu pada perbedaan tingkat mental orang-orang yang mengalami kerugian atau keuntungan dalam jumlah yang sama (Barberis & Huang, 2001, p. 1248). Ada bukti yang menunjukkan bahwa orang lebih tertekan pada prospek kerugian dari pada rasa senang mereka terhadap keuntungan yang jumlahnya sama (Barberis & Thaler, 2003, hal. 1077). Apalagi, kerugian datang setelah mendapatkan keuntungan sebelumnya terbukti kurang menyakitkan, sementara kerugian yang datang setelah kehilangan tampaknya lebih menyakitkan (Barberis & Huang, 2001, p. 1248).

Selain itu, Lehenkari dan Perttunen (2004, p. 116) menemukan dari hasil positif dan negatif di masa lalu dapat meningkatkan hubungan negatif antara tren penjualan ,modal dan kerugian investor, menunjukkan bahwa investor kehilangan rasa takut. Penghindaran risiko dapat dipahami sebagai hal yang umum pada perilaku investor, namun dapat mengakibatkan keputusan yang buruk sehingga mempengaruhi pengembangan kekayaan investor (Odean, 1998a, hal. 1899).

2.1.4.3.2. *Regret Aversion*

Penyesalan adalah emosi yang muncul setelah seseorang melakukan kesalahan. Investor menghindari sikap penyesalan ini dengan menolak untuk menjual saham dengan *performance* yang terus menurun dan menginginkan untuk menjual saham saat *performance* semakin meningkat (Luong dan Ha, 2011). *Regret aversion* berusaha mencegah rasa sakit dari penyesalan yang dihubungkan

dengan kesalahan keputusan. *Regret aversion* membuat investor terlalu khawatir tentang perubahan di pasar keuangan yang menghasilkan kerugian. Ketika investor mengalami hasil investasi yang negatif, secara naluri mereka merasa didorong untuk konservatif dan mundur. Walau demikian, saat terjadi penurunan harga saham sebagian investor lain sering menjadikan ini sebagai peluang untuk membeli saham tersebut.

Regret aversion tidak terjadi hanya pada saat mengalami kerugian tetapi juga pada saat seseorang mengalami keuntungan. *Regret aversion* biasanya membuat investor tidak ingin untuk memilih pilihan lain. Seperti menjual saham yang nilainya naik terus jika dilihat dari indikator yang mengisyaratkan dengan tegas investor harus melakukan keputusan jual. Tetapi, dengan adanya *regret aversion* ini maka investor berpegang teguh pada posisi tersebut dimana seharusnya dia menjual saham tersebut

Pompian (2006) menyatakan bahwa *regret aversion* dapat menyebabkan beberapa hal yaitu: investor menjadi terlalu konservatif, terlalu antipati terhadap pasar karena pasar turun terus menerus, investor pada posisi rugi yang cukup lama, muncul perilaku *herding* pada investor, investor menyukai *good companies*, investor akan menunggu untuk melakukan aksi menjual saham dengan *performance* yang bagus.

2.1.4.3.3. **Mental Accounting**

Mental Accounting yang dipopulerkan oleh Thaler, merupakan perilaku ekonomi dimana seseorang menggolongkan pemasukan dan keluaran finansial berdasarkan pos-pos seperti halnya yang berlaku pada sistem akuntansi. Menurut Thaler (2003) terdapat tiga elemen dalam Mental Accounting, yaitu:

1. Mental Accounting memotret bagaimana keputusan dibuat dan dievaluasi.
2. Mental Accounting mengelompokkan setiap aktivitas kedalam beberapa akun spesifik
3. Frekuensi evaluasi dari setiap akun yang ada.

Lebih lanjut dalam konteks yang umum Mental Accounting menunjuk pada suatu proses dalam mengkategorikan outcome. Secara lebih lanjut, seseorang akan cenderung memberikan label pendapatan dan pengeluaran dan memisahkannya kedalam rekening tertentu, misalnya pendapatan rutin dan tidak rutin.

Mental Accounting pada akhirnya akan mempengaruhi individu dalam mengambil keputusan investasi. Sebagai contoh, seorang ibu merasa terlalu mahal untuk membeli buku sekolah anaknya sebesar Rp.100,000, namun untuk tas sekolah, harga Rp. 300,000 baru dirasa cukup mahal. Hal ini disebabkan oleh paradigma bahwa "pos" untuk pembelian buku telah habis digunakan, namun "pos" untuk pembelian tas masih tersisa. Hal inilah yang kemudian akan mempengaruhi seseorang dalam melakukan keputusan investasi.

Menurut Thaler (1999), *mental accounting* mencakup tiga komponen utama. Komponen pertama menyangkut bagaimana suatu outcome dipersepsikan dan dijadikan sebagai pengalaman, serta bagaimana membuat keputusan, dan setelah itu mengevaluasi keputusan tersebut. Komponen kedua menyangkut aktivitas untuk merincikan suatu account secara rinci, misalnya untuk kelompok sumber-sumber maupun penggunaan dana diberi label secara baik dan benar. Komponen terakhir meliputi frekuensi suatu account dievaluasi.

Semakin sering suatu account dievaluasi maka seseorang akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan selanjutnya. Account yang dievaluasi tersebut

selanjutnya akan diseimbangkan kembali secara berkala. Lebih jauh, Barberis dan Huang (2001) menyatakan bahwa mental accounting akan terjadi apabila seseorang memikirkan dan mengevaluasi transaksi keuangan mereka secara berkala.

Perilaku investor menggunakan mental *accounting* dalam mengambil keputusan jual beli atas saham yang diperdagangkan dengan menimbang *cost* dan *benefit* dari semua aksi atau tindakan yang mereka lakukan (Nofsinger, 2005). Dengan demikian investor merasa aman dalam melakukan transaksi sehingga bisa meminimalkan risiko karena adanya pertimbangan *cost* dan *benefit* yang akan diperoleh dengan keputusan yang diambil misalnya risiko terjadinya *loss* dalam jumlah yang besar. Indikator yang digunakan dalam berinvestasi investor selalu menghitung keuntungan yang akan diperoleh dan selalu menghitung biaya yang akan dikeluarkan.

Mental Accounting adalah istilah yang mengacu pada "proses di mana orang memikirkan dan mengevaluasi transaksi keuangan mereka" (Barberis & Huang, 2001, p. 1248). Akuntansi mental memungkinkan investor untuk mengatur portofolio mereka ke dalam akun terpisah (Barberis & Thaler, 2003, hal. 1108; Ritter, 2003, hlm. 431). Dari studi empiris sendiri, Rockenbach (2004, p. 524) menunjukkan bahwa hubungan antara kemungkinan investasi yang berbeda sering tidak dilakukan karena ini berguna untuk penentuan harga bebas arbitrase. Suatu hal yang penting adalah bahwa teori prospek disarankan model alternatif dari teori utilitas yang diharapkan berikut Von Neumann Morgenstern rasionalitas. Ini berbeda dari teori utilitas yang diharapkan dalam sejumlah hal penting.

Pertama, nilai maksimalisasi fungsi teori prospek adalah nilai yang berbeda dari yang ada pada nilai maksimalisasi fungsi dari teori utilitas yang diharapkan

adalah utilitas (Plous, 1993). Ini berarti teori prospek maksimisasi kekayaan adalah nilai antara untung dan rugi, alih-alih atas kekayaan akhir posisi seperti dalam teori utilitas yang diharapkan. Selain itu, fungsi nilai biasanya cekung untuk memperoleh, umumnya cembung untuk kerugian, dan umumnya lebih curam untuk kerugian daripada untuk keuntungan (Kahneman & Tversky, 1979).

Hal ini merujuk pada kecenderungan investor untuk mengelompokkan keuangan mereka pada rekening yang berbeda – beda didasarkan pada kriteria – kriteria yang subjektif, seperti sumber pendanaan dan maksud pemanfaatan penghasilan. Pengalokasian fungsi yang berbeda pada setiap rekening ini seringkali menyebabkan dampak irasional pada keputusan keuangan yang diambil (baik dalam hal pembelanjaan maupun tabungan), yang menyimpang dari konsep ekonomi konvensional.

Pada praktiknya penelitian tersebut tidak sesuai dengan teori yang berlaku. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Charttejee, et al (2009) serta Thaller (2003) yang menganggap bahwa mental accounting dapat memberikan dampak yang tidak baik dalam pengambilan keputusan investasi, karena adanya kemungkinan perilaku boros atas penghasilan ekstra.

2.1.4.3.4. *Expected Utility Theory (EUT)*

Expected Utility Theory (EUT) dan teori prospek dianggap sebagai dua pendekatan untuk pengambilan keputusan dari perspektif berbeda. Teori prospek berfokus pada pengambilan keputusan subjektif yang dipengaruhi oleh sistem nilai investor, sedangkan EUT berkonsentrasi pada ekspektasi rasional investor (Filbeck, Hatfield & Horvath, 2005, p. 170–171). EUT adalah model normatif pilihan rasional

dan model perilaku ekonomi deskriptif, yang mendominasi analisis pengambilan keputusan di bawah risiko.

Meskipun demikian, teori ini dikritik karena gagal menjelaskan mengapa orang tertarik pada asuransi dan perjudian. Orang cenderung kurang menimbang hasil yang mungkin terjadi dibandingkan dengan orang-orang tertentu dan orang-orang memiliki respon berbeda terhadap situasi serupa tergantung pada konteks kerugian atau keuntungan di mana mereka disajikan (Kahneman & Tversky, 1979, hal. 263).

Teori prospek menjelaskan beberapa keadaan pikiran mempengaruhi proses pengambilan keputusan individu termasuk penyesalan, keengganan kerugian dan akuntansi mental (Waweru et al., 2003, hal. 28). Penyesalan adalah emosi yang terjadi setelah orang melakukan kesalahan. Investor menghindari penyesalan dengan menolak menjual saham yang menurun dan bersedia menjual yang meningkat. Selain itu, investor cenderung lebih menyesal menahan saham yang rugi terlalu lama daripada menjual saham yang memberikan keuntungan yang cepat (Forgel & Berry, 2006, p. 107; Lehenkari & Perttunen, 2004, hal. 11

2.1. 5.Toleransi Risiko

Menurut William dan Richard (1989) , risiko adalah suatu variasi dari hasil-hasil yang dapat terjadi selama periode tertentu. Hsee dan Weber (1998) mengungkapkan bahwa preferensi risiko sebagai kecenderungan seorang individu untuk memilih sesuatu hal yang beresiko, dalam hal pengambilan keputusan. Senbel dan Senbel (2007) mengatakan bahwa preferensi risiko adalah tinggi rendahnya kecenderungan mentolerir penyimpangan dari pengembalian yang diharapkan. Senbel dan senbel (2007) menggolongkan preferensi risiko menjadi tiga bagian, yaitu :

1. Risiko rendah (risk averse) investor yang takut dengan risiko
2. Risiko sedang : investor yang netral
3. Risiko tinggi (risk taking) : investor yang menyukai risiko atau berani menanggung risiko.

Menurut Bodie (2012) tiga jenis perilaku investor dalam menghadapi risiko

1. *Risk averse, investor who are reject investment portfolio that are fair games or worse.*
2. *Risk neutral, investor judge risky prospects solely by their expected rate of returns.*
3. *Risk Lover, this investors adjusts the expected return upward to take account the “ fun “ of confronting the prospect’s risk.*

2.1.5.1. Risk Averse.

Ini kelompok orang yang paling penakut menghadapi risiko. Karena berinvestasi sudah jelas mengandung risiko. Jika termasuk dalam kelompok ini sebaiknya tidak bertindak sebagai investor, melainkan cukup sebagai *saver* atau penabung.

Kalaupun ingin berinvestasi, pilihlah instrument investasi yang risikonya paling rendah. Jadi bagi para *risk averse* -penghindar risiko-pertimbangan utama dalam memilih instrument investasi adalah risiko-terendah-bukan penghasilan yang tertinggi. Artinya jika ditawarkan investasi dengan penghasilan tinggi tetapi dibarengi dengan risiko yang tinggi pula, mereka wajib menolaknya. Sebaliknya jika ada tawaran dengan penghasilan yang rendah, dan diiringi dengan resiko rendah pula, mereka dapat mempertimbangkannya. Jika ada

tawaran investasi yang memberikan penghasilan berapapun, tetapi terbebas dari risiko, inilah pilihan terbaik bagi para *risk averse* . karena tergolong orang yang tidak berani berisiko sama sekali, maka mereka puas menerima penghasilan yang sama dengan seperti yang diterima oleh mereka yang berinvestasi sama seperti mereka yang berinvestasi pada instrument investasi bebas risiko. Dengan demikian *risk averter* akan merumuskan penghasilan yang diisyaratkan sebagai : Sawidji,(2007)

$$RR = R_f$$

Dimana RR : *Required Rate Return* (penghasilan yang disyaratkan) .

Rf : *Risk free rate* (penghasilan bebas risiko)

2.1.5.1.2. Risk Neutral

Membicarakan risiko dengan orang yang memiliki kepekaan menghadapi risiko netral (*neutral risk*) nama lain dari indifferent risk sama saja bicara saja bicara dengan tembok. Sebab orang –orang ini tak akan tertarik dengan risiko.dalam melakukan investasi indifferent risk tidak mengaitkan sama sekali risiko dengan penghasilan,artinya kelompok ini bersedia menerima penghasilan berapa pun, termasuk terendah meskipun menghadapi risiko yang sangat tinggi. Mereka tidak akan pernah memperhitungkan risiko yang mengiringi penghasilan mereka. Kelompok ini sering dikatakan tidak memiliki tujuan investasi selain menghadapi risiko itu sendiri.

Lihatlah sikap para penjudi , meskipun mereka tidak tahu bahkan sekedar untuk memperkirakan penghasilan mereka, tetapi tetap saja mereka melakukannya. Bahkan tidak sedikit yang menjadikannya sebagai hobi. Kalau

sudah begini memang benar risiko tidak relevan lagi dibicarakan, bahkan tidak jarang penjudi mempertahankan seluruh assetnya demi penghasilan yang tidak pasti.

Dan rumus penghasilan yang disyaratkannya adalah : Sawidji,(2007)

$$RR = ?$$

2.1.5.3. *Riks Taker*

Mereka dikelompokkan sebagai sebagai *risk taker* ,*risk seeker*, atau *risk lover* adalah orang yang berani menghadapi risiko, yaitu bersedia menerima tawaran investasi yang memiliki risiko yang tinggi, meskipun keberanian menghadapi risiko tersebut masih disertai kebiasaan memperhitungkan penghasilan

Kelompok ini sedapat mungkin mendapatkan penghasilan yang tinggi. Karena focus kelompok ini focus pada penghasilan yang tinggi, maka risiko tidak begitu menarik perhatian mereka. Bagi *risk taker* selama penghasilan yang mungkin diterimanya masih dianggap fair sesuai dengan tujuan investasinya maka risiko menjadi pertimbangan kedua. Untuk mengkompensasi pengabaian risiko itu *risk taker* biasanya mengajukan persyaratan , tawaran investasi yang diajukan haruslah memiliki penghasilan yang lebih tinggi dari *risk taker with premium*.

Adapun penghasilan yang diisyaratkannya akan dirumuskan sebagai berikut : Sawidji,(2007)

$$RR = ER$$

Dimana : ER : *Expected Return* (penghasilan yang diharapkan

Investor yang membuat keputusan alokasi portofolio, memiliki pemahaman yang baik tentang risiko keuangan. Toleransi adalah salah satu dari beberapa komponen penting yang mengarah pada keputusan investasi yang berhasil. Drom (1987) berpendapat bahwa pemahaman tentang toleransi risiko adalah salah satu dari beberapa faktor yang diperlukan oleh individu untuk dapat membuat pilihan portofolio optimal. Ketidakmampuan untuk memahami toleransi sebenarnya terhadap risiko dapat mengarahkan investor untuk memilih portofolio sub-optimal. Misalnya, semua yang lain sama, oleh lebih-lebihkan (meremehkan) toleransi risiko individu, investor dapat memilih portofolio yang ternyata terlalu agresif (konservatif).

Memilih portofolio yang tidak konsisten dengan toleransi risiko dapat menyebabkan kekecewaan investor. Ini bukan hanya memiliki kepentingan bagi investor tetapi juga bagi penasihat keuangan investor. Investor mungkin tertinggal perasaan gelisah tentang alokasi portofolio. Penasihat mungkin percaya bahwa saran yang benar telah disediakan padahal sebenarnya saran yang diberikan tidak konsisten dengan toleransi risiko sebenarnya dari investor.

Jika hasil investasi itu mengecewakan, hubungan antara investor dan penasehat mungkin terganggu. Sifat multi-dimensi dari toleransi risiko membuatnya menjadi tantangan untuk diukur. Cutler (1995) diklasifikasikan sebagai "Mitos" gagasan bahwa toleransi risiko keuangan adalah atribut satu dimensi sederhana. Menurut Cordell (2001), toleransi risiko bersifat multi-segi. Ini adalah fungsi dari kecenderungan, sikap, kapasitas, dan pengetahuan. Dari ini, sikap dan kapasitas paling signifikan.

Penelitian yang signifikan telah berusaha mengidentifikasi determinan toleransi risiko. Dalam dua puluh tahun terakhir, banyak penelitian telah mencoba mengidentifikasi faktor demografi yang menentukan toleransi risiko. Berbagai variabel sosio-ekonomi telah diusulkan dan diuji.

Peneliti mengambil *standing position* bahwa toleransi risiko seorang investor (*risk averse, risk neutral, risk averse*) akan berubah. Perilaku investor terhadap risiko akan berubah seiring dengan perubahan investor dari segi demografi, literasi keuangan, perilaku investor, pengalaman hidup, serta pengaruh hubungan dengan teman dan kerabat dalam keputusan investasi saham.

2.1. 6. Pengambilan Keputusan

Banyak peneliti menganggap pengambilan keputusan sebagai proses memilih di antara alternatif yang berbeda untuk solusi yang tepat dalam konteks penyelesaian masalah. Tepatnya, menurut Zeleny (1982, hal. 84), proses pengambilan keputusan adalah “tindakan memilih alternatif yang paling diinginkan dan memperlakukannya sebagai gantinya, sebagai proses: dinamis dan kesalingterkaitan antara sebelum pengambilan keputusan, keputusan, dan tahap pasca-keputusan.” Dalam sudut pandang kronologis, peneliti telah mengidentifikasi fase yang diperlukan untuk mencapai proses ini.

Simon (1947) dan Mintzberg, Raisinghani & Theoret (1976a) mengidentifikasi tiga fase, yaitu :

1. Aktivitas intelegensi : penelusuran kondisi lingkungan yang memerlukan pengambilan keputusan.
2. Aktivitas desain : sangat mungkin terjadi tindakan penemuan, pengembangan, dan analisis masalah.

3. Aktivitas memilih : pilihan sebenarnya dalam memilih tindakan tertentu dari yang tersedia.

Dalam pengambilan keputusan , Harrison (1993) mengemukakan empat model interdisipliner, yaitu :

1. Rasional (klasik) model, bertujuan memaksimalkan hasil
2. Organizational model (neo klasik), bertujuan untuk hasil yang memuaskan
3. Political (adaptif), bertujuan untuk hasil yang diterima.
4. Proses (manajerial) berorientasi pada tujuan.

2.1.6.1. Rasionalitas dalam Pengambilan Keputusan

Pembuat keputusan rasional mengikuti logika dan alasan untuk membuat keputusan yang optimal (Nozick, 1993). Dalam literatur, penelitian telah mengusulkan dua model dasar pengambilan keputusan: model rasional dan model rasionalitas terbatas. Untuk rasionalitas dalam pengambilan keputusan, Mintzberg dkk. (1976) menyediakan model tiga tahap dari proses pengambilan keputusan strategis itu termasuk; *identifikasi masalah, pengembangan solusi alternatif untuk masalah dan akhirnya, pemilihan alternatif untuk solusi optimal*. Selanjutnya, Schoenfeld (2011) mengusulkan enam langkah model untuk proses pengambilan keputusan yang rasional. Secara praktis, itu selalu sulit untuk mengambil keputusan yang rasional karena ketersediaan informasi yang terbatas, waktu yang tidak memadai dan keterbatasan kognitif. Oleh karena itu, Herbert Simon (1956, 1982) menggantikan istilah rasionalitas tersebut dengan konsep rasionalitas terbatas. Peneliti menyarankan agar rasionalitas yang dibatasi bukanlah irasionalitas dan agen juga tidak rasional mereka dibatasi rasional.

Umumnya, karena kurangnya informasi dan pengetahuan yang lengkap, orang menggunakan pintasan dalam bentuk mengadopsi jalur model sederhana yang menghasilkan keputusan sub-optimal. Dengan kata lain, investor individu yang terlibat dalam kegiatan investasi juga menganalisis dan mengevaluasi opsi investasi yang tampak seperti proses pengambilan keputusan yang rasional.

Penelitian yang telah dilakukan semenjak tahun 1990-an menunjukkan bahwa teori keuangan standar (*Standar Finance*) memiliki keterbatasan dalam menjelaskan pergerakan harga saham atau berbagai surat berharga lainnya. Tidak jarang ditemukan fenomena dalam pasar modal yang bertentangan dengan teori keuangan standar yang telah dibangun selama ini.

Dewasa ini perilaku investor sudah tidak sepenuhnya seperti yang dijelaskan oleh teori keuangan klasik. Pada kenyataannya investor dalam melakukan investasi tidak saja hanya menggunakan estimasi atas prospek dari investasinya, tetapi faktor psikologi juga ikut mempengaruhi pengambilan keputusan dalam menentukan investasi tersebut. Salah satu contoh yang cukup menarik yaitu adanya rasional terikat (*bounded rationality*) dalam berinvestasi. 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). Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai.

Perdebatan yang muncul antara hipotesis pasar yang efisien dengan kenyataannya mendorong munculnya wawasan yang lebih dalam lagi yang berfokus pada psikologi sebagai faktor penting dalam teori keuangan. Faktor psikologi mempengaruhi keputusan berinvestasi dari seorang investor dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan

ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku keuangan atau perilaku keuangan (*Behavioural Finance*).

Keadaan pasar yang sebenarnya menurut teori perilaku keuangan tidaklah efisien, investor merancang portofolio mereka juga tidak hanya mendasarkan pada teori portofolio saja tetapi ada unsur psikologi didalamnya. Terakhir, menurut pandangan perilaku keuangan, *return* yang diharapkan oleh investor tidak hanya ditentukan oleh perbedaan risiko.

Menurut Kotler dan Keller (2012) keputusan konsumen/investor dalam membeli produk/jasa melalui lima tahap/proses, yaitu:

1. Pengenalan masalah/kebutuhan

Konsumen melakukan proses pembelian dimulai ketika pembeli mengenali masalah atau kebutuhan. Kebutuhan tersebut dapat ditimbulkan oleh rangsangan internal atau eksternal. Rangsangan internal, terjadi pada salah satu kebutuhan umum seseorang telah mencapai ambang batas tertentu dan mulai menjadi pendorong. Sedangkan rangsangan eksternal, terjadi karena ada rangsangan dari luar diri konsumen.

2. Pencarian Informasi

Setelah konsumen yang terangsang kebutuhannya, konsumen akan terdorong untuk mencari informasi yang lebih banyak. Pencarian informasi yang dilakukan oleh konsumen dapat dibagi ke dalam dua level, level pertama konsumen mencari informasi yang lebih ringan dinamakan dengan penguatan informasi. Pada level ini orang akan mencari serangkaian informasi tentang sebuah produk. Pada level kedua, konsumen akan melakukan pencarian informasi secara aktif dengan mencari

informasi melalui bahan bacaan, pengalaman orang lain, dan mengunjungi toko untuk mempelajari produk tertentu, dan lain sebagainya.

3. Evaluasi Alternatif

Konsumen akan melakukan evaluasi alternatif terhadap beberapa merek yang menghasilkan produk yang sama. Evaluasi umumnya mencerminkan keyakinan dan sikap yang mempengaruhi perilaku pembelian konsumen. Keyakinan seseorang tentang produk atau merek mempengaruhi keputusan pembelian mereka. Sikap adalah evaluasi, perasaan emosi, dan kecenderungan tindakan yang menguntungkan atau tidak menguntungkan dan bertahan lama pada seseorang pada objek atau gagasan tertentu.

4. Keputusan Pembelian

- a. Sikap orang lain, sejauh mana sikap orang lain mengurangi alternatif yang disukai seseorang akan bergantung pada dua hal. Pertama, intensitas sikap negatif orang lain terhadap alternatif yang disukai calon konsumen. Kedua, motivasi konsumen untuk menuruti keinginan orang lain. Semakin gencar sikap negatif orang lain dan semakin dekat orang lain tersebut dengan konsumen, maka konsumen akan semakin mengubah niat pembeliannya. Keadaan preferensi sebaliknya juga berlaku, preferensi pembeli terhadap merek tertentu akan meningkat jika orang yang ia sukai juga sangat menyukai merek yang sama.
- b. Situasi yang tidak terantisipasi yang dapat mengurangi niat pembelian konsumen. Contohnya, konsumen mungkin akan kehilangan niat pembeliannya ketika ia kehilangan pekerjaannya atau adanya kebutuhan yang lebih mendesak pada saat yang tidak terduga sebelumnya.

5. Perilaku Pasca Pembelian.

Setelah pembelian dilakukan, konsumen akan selalu siaga terhadap informasi yang mendukung keputusannya. Konsumen akan mengalami level kepuasan atau ketidakpuasan tertentu. Apabila terjadi ketidakpuasan, maka konsumen akan membandingkan produk yang telah ia beli, dengan produk lain.

Odean (1999) menyatakan beberapa hal yang menyebabkan investor mau membeli saham dipengaruhi beberapa hal yaitu volume perdagangan saham; tingkat *return* saham; informasi saham. Dan pada saat membeli saham, investor lebih berfokus pada data perusahaan dan citra perusahaan dibandingkan pada saat menjual saham. Investor umumnya membeli saham karena tertarik dan mungkin karena perhatian mereka tertuju pada *performance* masa lalu, itu baik atau buruk.

Menurut Barber dan Odean (2002) bahwa perilaku investor berpengaruh pada tindakan menjual atau membeli dengan level yang berbeda. Investor individu saat melakukan keputusan menjual ternyata perhatian mereka pada *performance* investasi lebih kecil dibandingkan saat membeli. Terkait dengan keputusan jual ini ada beberapa hal yang mempengaruhinya yaitu rendahnya ekspektasi pasar, terjadi koreksi pasar yang cukup besar, pengalaman rugi (Luong dan Ha, 2011).

2.1.7. Hubungan Demografi, Perilaku Keuangan, Toleransi Risiko dan Keputusan Investasi

2.1.7.1. Jenis kelamin (*Gender*)

Pelaku investasi bukan hanya diduduki oleh kaum laki – laki saja, melainkan kaum perempuan pula. Pada umumnya laki – laki lebih *overconfident* dibandingkan perempuan. Oleh karena itu laki – laki lebih berani mengambil risiko dibandingkan perempuan, dengan kata lain perilaku pemodal laki – laki cenderung *Risk Seeker*

sedangkan perilaku pemodal perempuan cenderung *Risk Averter*. Hal ini terbukti bahwa omset saham pada umumnya laki – laki lebih tinggi daripada perempuan Barber & Odean (2002).

2.1.7.2. Umur

Dalam penelitian Riley (1992) yang berjudul "*Individual Asset Allocation and Indicators of Perceived Client Risk Tolerance*" mengemukakan bahwa dari 584 responden yang terpilih, faktor usia sangat berpengaruh kuat pada risiko yang diambil dalam berinvestasi. Dimana pada usia lebih dari 65 tahun, orang akan menghindari risiko. Namun beberapa literatur telah menemukan efek sebaliknya menyimpulkan bahwa orang yang lebih tua sebenarnya lebih toleran terhadap risiko daripada orang yang lebih muda.

(Bommier & Rochet, 2006) menemukan bahwa dalam sampel mereka orang lanjut usia cenderung memiliki portofolio yang lebih berisiko daripada orang yang lebih muda dan mereka menyarankan bahwa anomali yang nyata ini dapat diselesaikan dengan memperhatikan konsumsi akun pola pada periode yang berbeda sepanjang siklus hidup investor. "Selanjutnya makalah penelitian yang telah menemukan usia menjadi ukuran risiko finansial yang tidak signifikan secara statistik (Van De Ventner & Michayluk, 2009), dan (Anbar & Eker, 2010).

2.1.7.3. Status

Pada umumnya orang yang sudah menikah atau sudah memiliki keluarga cenderung menjadi *Risk Averter*. Jika mereka melakukan investasi cenderung pada jenis investasi yang berisiko rendah. Pernyataan tersebut terdapat pada jurnalnya Kavitha Ranganathan (2004) yang berjudul "*A Study Of Fund Selection Behaviour Of Individual Investors Towards Mutual Funds*".

2.1.7.4. Pendidikan

Kiran dan Rao (2004) melakukan survey terhadap investor di India dengan menggunakan kuesioner. Dari 96 responden yang terpilih disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat pendidikan dari seorang investor maka semakin bersikap menghindari risiko dari investasi yang dilakukan (*risk averter*).

2.1.7.5. Pekerjaan

Berdasarkan penelitian Kiran & Rao (2004) menyatakan bahwa dari karakteristik demografi yang diteliti oleh Kiran & Rao yaitu salah satunya yang terbukti berhubungan dengan perilaku pemodal terhadap risiko investasi adalah jenis pekerjaan dari pemodal.

2.1.7.6. Jumlah Anggota Keluarga

Jumlah anggota dalam keluarga akan mempengaruhi perilaku investor dalam berinvestasi. Berdasarkan penelitian Lewellen (1997) menyatakan bahwa semakin banyak jumlah anggota keluarga maka perilaku investor terhadap risiko investasi adalah *Risk Averter*, karena mereka akan memikirkan jumlah pengeluaran yang lebih banyak. Sedangkan investor yang memiliki jumlah anggota keluarga yang sedikit maka perilaku investor cenderung *Risk Seeker*.

2.1.8. Pentingnya Financial Literacy dalam Pengambilan Keputusan

Topik Financial Literacy telah menarik minat banyak ilmuwan dan pembuat kebijakan. dalam beberapa tahun terakhir, ilmuwan telah meningkatkan penelitian Financial Literacy dan mendokumentasikan hubungan Financial Literacy dan pengambilan keputusan Investasi (Lusardi & Mitchell S, 2011), (Roos et al, 2007),

(Young, 2010), (Christelis, Jappeli & Padula, 2010): (Banks, Dea, & Oldifield, 2011), (J.P. Smith, Mcardle,& Willis, 2010).

Financial Literacy memiliki efek positif terhadap perilaku ekonomi. Orang berpendidikan memiliki kemampuan dalam mengambil keputusan rasional. Penguasaan pengetahuan keuangan membuat orang bertindak logis dan rasional, serta dapat mengelolah tabungan serta konsumsi dengan baik dan benar. Orang yang berpengetahuan luas akan berpikir mengkonsumsi lebih sedikit dan disesuaikan dengan pendapatan mereka (Lusardi & Mitchell, 2005).

Temuan empiris Arrondel et al (2013); Dickerson (2016); Reyes (2016) menemukan wawasan (keuangan) sangat dibutuhkan dalam membuat keputusan keuangan, mempertimbangkan sisi psikologis dan rasional risiko yang akan dihadapinya (Brahma et al; 2012; Felner et all,2009 ; Prasad & Nataraj, 2017; Tavor & Garyn –Tal, 2016); terutama pada anak muda (P. Ali et al,2014), Adel& Mariem(2013); Kizmina (2010).

Menyatakan model pembelajaran (pengetahuan keuangan) tersebut bisa dikuantitatifkan sehingga mempermudah pemahaman. Lusardi (2012) menemukan faktor usia dan jenis kelamin mempengaruhi kemampuan berhitung dalam kaitannya dalam pembuatan keputusan keuangan. Hernandez & Cervantes (2012) menemukan faktor budaya juga mempengaruhi proses pengambilan keputusan.

Prasad & Nataraj (2017) menemukan tidak semua manusia menggunakan pengetahuan keuangan dalam membuat keputusan , karena didominasi faktor emosional (Katarachia & Konstatinidis, 2014, Lerner, Li, Valdesolo & Kassam, 2014). Kondisi ini mengakibatkan kesalahan sistematis dan bias dalam pengambilan keputusan (Helliard, Power, & Sinclair, 2005). Sebaliknya Cole et al (2009) menemukan

pendidikan keuangan tidak terlalu berpengaruh terhadap keputusan keuangan, terutama dalam investasi saham (G Cohen & Kudryavtsev, 2012).

2.1.9. Pengaruh Toleransi Risiko Terhadap Pengambilan Keputusan

Topic risiko ini sangat penting, namun belum ada konsensus umum tentang definisi berbagai istilah risiko termasuk persepsi risiko dan toleransi risiko (Roszkowski dan Davey 2010). Toleransi risiko individual diasumsikan sebagai penentu utama dalam pemilihan alokasi asset, pemilihan sekuritas dan rencana tujuan strategis, sehingga penilaian toleransi risiko lebih banyak membicarakan tentang rencana untuk tujuan ke depan (Grable dan Lytton, 2001). Toleransi risiko investor digambarkan sebagai karakteristik kepribadian yang stabil, yang mana seorang individu akan cenderung memilih tingkat risiko yang sama dalam berbagai situasi (Weber & Figner, 2015). Meskipun pentingnya menilai toleransi risiko keuangan telah didokumentasikan dengan baik dalam praktiknya proses penilaian cenderung sangat sulit karena sifat subjektif dari pengambilan risiko (Grable, 2000). Dalam penelitian ini yang dimaksud toleransi risiko adalah ketidakpastian maksimum yang akan diterima seorang individu ketika membuat keputusan keuangan pribadi atau kesediaan untuk mengambil risiko hasil yang tidak menguntungkan dari potensi kesempatan yang menguntungkan (Grable, 2008; Grable dan Joo, 2005).

Toleransi risiko penting karena mempengaruhi keputusan portfolio seorang investor. Jika toleransi risiko didasarkan evaluasi yang rasional dan berdasarkan informasi, maka portfolio akan optimal, tetapi sebaliknya, tingkat toleransi yang tidak tepat dapat menyebabkan masalah. Misalnya seorang investor yang memiliki toleransi risiko yang sangat rendah dalam investasi jangka, maka ia mungkin mengalami kesulitan dalam menikmati pensiun yang memadai dan mencapai tujuan keuangan

lainnya. Hariharan dkk (2000) berpendapat semakin tinggi tingkat toleransi risiko yang dimiliki oleh investor, maka akan semakin tinggi pula kecenderungan investor tersebut untuk berinvestasi pada asset berisiko. Artinya jika seseorang memiliki toleransi risiko yang tinggi maka ia akan toleran terhadap asset berisiko, sehingga jika ia memiliki asset berisiko jangka panjang, maka ia berpotensi untuk menikmati masa pensiunnya dengan lebih baik.

Risiko adalah factor yang paling penting berkaitan dengan pengambilan keputusan investasi. Keputusan investasi investor dapat dipengaruhi oleh tingkat pendapatan dan pengalaman. Khan (2016) mendokumentasikan bahwa investor dengan pendapatan rendah atau yang baru di pasar saham biasanya memiliki persepsi risiko negative pada saat mengambil keputusan investasi. Sebagian besar studi telah menemukan hubungan yang signifikan antara literasi keuangan, pengetahuan dan keputusan investasi seperti Van Rooij et al (2007); Al-Tamimi dan Al Anood (2009); Lusardi dan Mitchell (2007). Studi-studi tersebut menyoroti mengapa investor professional dan non- professional membuat keputusan investasi di dunia nyata. Namun, shafi dkk (2011) berusaha untuk mengeksplorasi sikap persepsi risiko dari para investor tetapi mereka meninggalkan eksplorasi hubungan antara persepsi risiko dan perilaku investasi seorang karyawan perusahaan untuk penelitian masa depan.

Persepsi risiko adalah perilaku seseorang yang berperan penting dalam pengambilan keputusan berisiko. Persepsi risiko itu mengandung dua dimensi yaitu ketidakpastian dan konsekuensi pentingnya konsekuensi, sehingga berpotensi memerlukan dua mode respon perilaku yang berbeda dalam upaya menurunkan risiko (Cho dan Lee, 2006). Selanjutnya, Cho dan Lee (2006) berpendapat bahwa persepsi

risiko adalah bagaimana seorang individu menilai suatu kondisi berisiko (ketidakpastian) dan penilaiannya sangat dipengaruhi oleh factor psikologis dan situasi yang dialami pengambil keputusan. Karena pengambilan keputusan itu dipengaruhi factor psikologis dan situasi yang tidak selalu sama, maka Gilmore dkk (2004) menyimpulkan bahwa persepsi risiko bisa berubah jika kondisi berubah. Dalam hal ini derajat ketidakpastian akan dievaluasi dan dinilai berbeda oleh pengambil keputusan yang berbeda-beda.

Sitkin dan Pablo (1992) menyatakan bahwa persepsi risiko dan kecenderungan risiko mempengaruhi perilaku pengambilan keputusan investasi individu dalam menghadapi ketidakpastian. Persepsi risiko dapat dikelola jika investor menyadari tingkat persepsi risiko mereka (Singh dan Bhowal, 2008).

Dengan demikian persepsi risiko bukan merupakan harga mati, karena sifatnya sementara dan dapat berubah, bahkan bisa dikendalikan. Persepsi risiko yang dimaksudkan dalam penelitian ini adalah proses penilaian subyektif yang digunakan oleh investor ketika menilai risiko dan tingkat ketidakpastian (Baker dan Ricciardi, 2014).

Saat membuat keputusan investasi, investor melakukan *tradeoff* yang tepat antara risiko dan pengembalian (Fischer dan Jordan, 2006). Beberapa studi menemukan hubungan negative antara persepsi risiko dan keputusan investasi misalnya, yang dilakukan oleh Marcolin dan Abraham (2006), Moore (2003) dan Huston (2010). Sementara beberapa menemukan hubungan positif antara persepsi risiko dan keputusan investasi seperti Ameriks (2003), Lusardi dan Mitchell (2007).

Penelitian menunjukkan persepsi investor tentang berinvestasi di pasar saham dipengaruhi oleh literasi keuangan. Pengalaman keuangan dan pengetahuan

keuangan mempengaruhi perilaku keuangan (Lyons dkk, 2006). Studi lain mengungkapkan “perilaku keuangan yang baik secara positif terkait dengan tingkat pengetahuan keuangan yang lebih tinggi (Edminston dan Gillett-Fisher, 2006). Penelitian Aren dan Aydemir (2015) telah menunjukkan hubungan antara literasi keuangan, persepsi risiko keuangan, dan keputusan berinvestasi. Hasil penelitian tersebut membuktikan literasi keuangan individu bertindak sebagai variabel mediasi antara hubungan sikap toleransi risiko dan keputusan berinvestasi (Aren dan Aydemir, 2015). Penelitian tentang dampak literasi keuangan dan pengetahuan telah difokuskan pada hubungan antara literasi keuangan dan keputusan investasi di pasar saham . Al-Tamimi dan Al Anood (2009) mencatat bahwa, rata-rata investor kurang memiliki pengetahuan tentang masalah uang dan keputusan investasi. Tapi ini mungkin terjadi dalam kasus di Negara berkembang .

2.1.10. Investasi dan Keputusan Investasi

Investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan sejumlah dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan atau peningkatan nilai investasi. Tujuan investor melakukan kegiatan investasi ialah untuk mencari (memperoleh) pendapatan atau tingkat pengembalian investasi (return) yang akan diterima di masa depan (Puspitaningtyas dan Kurniawan, 2012).

Pembelian saham merupakan salah satu kegiatan investasi, karena saham dapat memberikan penghasilan dalam bentuk deviden dan nilainya dapat diharapkan meningkat di masa depan. Tingkat pengembalian investasi pada saham dapat berupa capital gain dan dividend yield. Tingkat pengembalian investasi tersebut menjadi

indikator untuk meningkatkan kesejahteraan bagi para investor. Ekspektasi investor terhadap investasinya adalah memperoleh tingkat pengembalian yang sebesar-besarnya dengan tingkat risiko tertentu dari waktu ke waktu (Puspitaningtyas, 2012). Oleh karena itu, investor berkepentingan untuk mempertimbangkan segala informasi yang diterimanya dalam pengambilan keputusan investasi.

Keputusan investasi merupakan faktor penting dalam fungsi keuangan, bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pernyataan tersebut mengandung makna bahwa keputusan investasi adalah penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran (wealth) pemegang saham hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Hidayat, 2010).

Seperti telah disebutkan, keuntungan (return) yang diperoleh dari kegiatan investasi pada umumnya berupa capital gain dan deviden. Deviden yang diperoleh ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Sedangkan, capital gain dipengaruhi oleh fluktuasi harga saham. Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dipengaruhi oleh faktor mikro dan makro yang pada gilirannya akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham, serta akan memunculkan risiko investasi (Rahadjeng, 2011).

Risiko investasi mempunyai pengertian, yaitu penyimpangan dari keuntungan yang diharapkan (Weston dan Copeland, 1995). Dengan adanya ketidakpastian berarti investor akan memperoleh return di masa mendatang yang belum diketahui nilainya (Hartono, 2008).

Jenis resiko investasi dikelompokkan dalam dua kelompok besar (Jones, 2006), yaitu:

1. Risiko sistematis/systematic risk/undiversifiable risk Risiko pasar tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi oleh portfolio. Misal, kenaikan inflasi yang tajam, resesi, kenaikan tingkat bunga, dan siklus ekonomi.
2. Risiko tidak sistematis/unsystematic risk/diversifiable risk Risiko spesifik bagi perusahaan yang mencakup kebijakan dan keputusan strategik, operasi, dan keuangan. Risiko ini berbeda antara berbagai perusahaan sehingga memfokuskan pada dampak spesifik terhadap saham atau sektor tertentu. Contoh, peraturan pemerintah melarang ekspor atau impor semen yang mempengaruhi harga saham emiten yang menghasilkan produk semen, properti, atau produk lain yang menggunakan bahan semen.

2.2. Tinjauan Empiris

Pada bagian ini akan dikemukakan beberapa hasil studi empiris atau penelitian yang sebelumnya pernah ada yang dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri yang menggunakan model dan variable yang relative sama dengan penelitian ini. Secara berturut-turut akan di kemukakan mulai dari hasil penelitian tentang Pengambilan Keputusan, Behavioral Finance, Ketahanan Risiko Investor, Faktor Demografi, Financial Literacy, seperti yang dijelaskan dalam table 2.1. berikut ini :

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu

| No | Jurnal/ Tahun | Nama Penulis | Variabel | | Sampel | Alat Analisis | Hasil Penelitian |
|----|---|---|--|--------------------|-------------------------|---------------|--|
| | | | Ind (X) | Dep.(Y) | | | |
| 1. | Household financial management: The connection between knowledge and behavior. Federal Reserve Bulletin, 309-322. 2003 | Hilgert, M., Hogarth, J. Dan Beverly, S. | Usia, siswa SMA dan populasi orang dewasa | | Rumah tangga Amerika | Deskriptif | Financial literacy yang rendah cenderung dalam mengumpulkan kekayaan lebih sedikit dibanding yang memiliki literacy keuangan yang tinggi |
| 2. | "A survey of investment literacy among online investors" . Financial Counseling and Planning. Vol.13 No. 1, pp1-13 .2002. | Volpe, R.; Kotel, J. And Chen, H. | Usia, pendapatan, gender, pendidikan, pengalaman trading online sebelumnya | Financial literacy | Investor online | Korelasi | Adanya perbedaan tingkat financial literacy berdasarkan pendidikan, pengalaman, usia, pendapatan dan gender |
| 3 | Financial Literacy and Stock Market Participation | Maarten van Rooij, Annamaria Lusardi, Rob Alessie | | | Rumah tangga di belanda | | Mereka yang memiliki pengetahuan keuangan yang rendah kemungkinan untuk berinvestasi saham sangat kecil |
| | A Literature Review On Financial Literacy | Selim Aren* Sibel Dinç Aydemir | Perilaku keuangan, tindakan literasi keuangan | Literacy keuangan | | | |

| | | | | | | | |
|---|---|------------------------------|--|--|--|---------------------------|--|
| 4 | Measuring Financial Literacy. The Journal of Consumer Affairs, Vol.44, No.2, 2010 | Huston, Sandra J | Financial literacy, Personal Finance education | Personal finance behaviors, dan Financial well - being | Organisasi di Amerika published antara tahun 1999 – 2008 | Logical analysis approach | Financial literacy dapat digunakan untuk memprediksi perilaku keuangan. Ukuran financial literacy hanya mengidentifikasi sumber daya manusia yang dibutuhkan untuk terlibat dalam perilaku keuangan yang tepat |
| 5 | Do households appreciate their financial vulnerabilities? An analysis of actions, perceptions, and public policy, in: Tax Policy and Economic Growth. American Council for Capital Formation, Washington, DC.1-30. 1995 | Bernheim, D., | Pendidikan dan pekerjaan | Financial literacy | Rumah tangga Amerika | Deskriptif | Financial literacy rendah memiliki implikasi bagi perilaku rumah tangga. Sebagian besar rumah tangga tidak dapat melakukan perhitungan sangat sederhana dan financial literacy rendah. |
| 6 | The effects of financial education in the workplace: Evidence from a survey of households. Journal of Public Economics, 87, 1487-1519. 2003 | Bernheim, D., and D. Garrett | Pekerjaan, pendidikan | Financial literacy | Rumah tangga Amerika | Deskriptif dan regresi | Financial literacy berpengaruh pada pendidikan mengakibatkan hidup lebih hemat. |

| | | | | | | | |
|-----|--|---|--|--------------------|----------------------|------------|--|
| 7 | Household financial management: The connection between knowledge and behavior. Federal Reserve Bulletin, 309-322. 2003 | Hilgert, M., Hogarth, J. Dan Beverly, S. | Usia, siswa SMA dan populasi orang dewasa. | Financial literacy | Rumah tangga Amerika | Deskriptif | Financial literacy rendah cenderung mengumpulkan kekayaan lebih sedikit. |
| 8 | The age of reason: Financial decisions over the lifecycle, mimeo. Harvard University.2007 | Agarwal, S., J. Driscoll, X. Gabaix, and D. Laibson | Usia | Financial literacy | Penduduk Amerika | Deskriptif | Kesalahan keuangan umum di usia muda dan tua karena rendahnya financial literacy. |
| 9 | Fuzzy math and red ink: When the opportunity cost of consumption is not what it seems. Working Paper. Dartmouth College.2007 | Stango, V., and J. Zinman | Biaya dan konsumsi | Financial literacy | Rumah tangga Amerika | Deskriptif | Financial literacy rendah (seperti tidak mampu menghitung suku bunga dari aliran pembayaran) akhirnya lebih banyak berhutang dan memiliki kekayaan yang lebih sedikit dibandingkan dengan financial literacy tinggi. |
| 10. | Financial Literacy: Mutual Funds. SCMS Journal of Indian Management. Pp 43-62. 2012 | Chandra, Shukla siddhartha | pendapatan, kualifikasi pendidikan. | Financial literacy | | | Financial Literacy Investor memiliki hubungan yang signifikan dengan Umur dan kualitas pendidikan. Financial literacy Investor tidak memiliki hubungan |

| | | | | | | | |
|-----|---|---|--|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|--|
| | | | | | | | yang signifikan dengan pendapatan |
| 11. | Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: a survey at the Pakistan stock exchange | Maqsood Ahmad, Syed Zulfiqar Ali Shah, faisal mahmood | Bias Heuristik | Keputusan investasi | Investor individual | regresi | bias heuristik (terlalu percaya diri, keterwakilan, ketersediaan dan penahan) memiliki dampak negatif yang nyata pada keputusan investasi yang dibuat oleh investor individu yang aktif berdagang di PSX |
| 12 | An Empirical Study Of Gender Differences In Risk Aversion And Overconfidence In Investment Decision Making | Monica Sharma, Vani Vasakarla | Perilaku keuangan, perbedaan gender, Overconfidence, Risk Aversion | Pengambilan keputusan investasi | <i>investor individu</i> | Chi-square | frekuensi investasi pada perempuan lebih rendah bila dibandingkan dengan laki-laki. Oleh karena itu, kita dapat mengatakan bahwa jenis kelamin memiliki pengaruh besar pada pengambilan keputusan investasi. |
| 13 | Investigating the influence of information technology on decision making | Anjali Awasthi Rahul Varman | Kualitas pengambil an keputusan, teknologi informasi | Pengambilan keputusan | Eksekutif dan non Eksekutif India | Software package (SAP R/3) | Akses informasi, keandalan informasi dan fleksibilitas informasi makin meningkat dengan |

| | | | | | | | |
|----|---|---------------------------------------|--|----------------------------------|--|-------------------|---|
| | | | | | | | adanya IT dalam organisasi |
| 14 | Information technology in support of individual decision-making | J. R. G. Wood and A. T. Wood-Harper | Dukungan keputusan, system informasi, teknologi informasi, pemecahan masalah | Pengambilan keputusan | | Literature review | untuk memikirkan kembali peran yang dapat dimainkan oleh IT untuk mendukung pembuat keputusan individu |
| 15 | Organization Behavior Changes Caused By Information And Communication Technologies / 2018 | Khaled Al Majzoub, Vida Davidavičienė | Teknologi informasi dan komunikasi, perilaku organisasi, perubahan organisasi, intelenjen organisasi | Pengambilan keputusan organisasi | | Literature review | Kecepatan perkembangan dan kemajuan cepat teknologi informasi dan komunikasi efeknya pada perilaku organisasi dan pengambilan keputusan |
| 16 | The impact of information technology and cultural differences on organizational behavior in the financial services industry | Andreas N. Andreou Larry W. Boone | Teknologi informasi, Otonomi, Komitmen, | Budaya perusahaan | Pekerja di sector jasa keuangan di negara Amerika Serikat dan Cyprus | | |
| 17 | "Perceptions and characteristics of financial information users in developing countries: evidence from Iran". | Mirshek ary, S. Dan Saudagarah, S. | Sumber informasi keuangan (laporan tahunan, | Keputusan investasi | Investor Iran di Athens Stock Exchange | Regresi | Laporan tahunan digunakan secara teratur dan berpengaruh untuk |

| | | | | | | | |
|----|---|---|---|--------------------------------------|---------------------|------------|--|
| | Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol.14, pp.33-54. 2005 | | informasi lisan, harga saham harian, saran dari teman/ kenalan, tips dan rumor, dan saran pialang saham). | | | | membuat keputusan investasi |
| 18 | Financial literacy and planning: Implications for retirement wellbeing. Pension Research Council Working Paper 1, The Wharton School. 2006. | Lusardi dan Mitchell | Financial literacy dan demografi | Keputusan investasi | Investor Amerika | Regresi | Tingkat financial literacy yang rendah terutama pada perempuan, orang tua, dan investor yang berpendidikan rendah. Financial literacy yang tinggi melakukan investasi dalam asset |
| 19 | Highly Confident but Wrong : Gender Differences and Similarities in Confident Judgements. The Journal of Education Psychology , LXXXVI.1994 | Lundeberg, M. A., Paul, W. F. & Judith, P. Gender | Gender, pendidikan, confident | Risiko dan keputusan investasi saham | Investor individual | Deskriptif | Menunjukkan bahwa meskipun pengetahuan investasi yang dimiliki pria dan wanita sama, namun pria lebih cenderung bertoleransi terhadap risiko untuk mengambil keputusan investasi saham |

| | | | | | | | |
|----|--|---|---|---------------------------|------------------------------|----------------------|--|
| 20 | "Factors Influencing Individual Investor Behavior". Financial Analysts Journal, pp. 63-68. 1994. | Nagy Robert A. dan Obenberger Robert W, | Faktor – faktor perilaku investor individu | Keputusan investasi saham | Investor individu Amerika. | Regresi dan korelasi | Kriteria maximization penting bagi investor, meskipun investor menggunakan kriteria beragam ketika memilih saham. Faktor yang dipertimbangkan investor dalam keputusan investasi adalah neutral information dan accounting information |
| 21 | Factors Influencing Investors' Decisions in Stock Market Investment in Bangladesh [A Study on Khulna City] | Fatima Khan, Farhana Afrin, Mirza Arifur Rahman | Perilaku keuangan, factor pasar, factor ekonomi | Keputusan Investasi Saham | Investor individu Bangladesh | Regresi dan Korelasi | Faktor pasar, faktor lindung nilai dan faktor ekonomi memiliki pengaruh lebih besar dalam pengambilan keputusan investasi. |
| 22 | Rational Herding in Financial Economics. European Economic Review. 1996. | Devenow, Andrea dan Welch, Ivo | Herding | Keputusan investasi | | Review Theory | Herding mempengaruhi keputusan investor saat berinvestasi. |
| 23 | Investor's Asset Allocations versus Life- | Schooley, D., dan Worden, D | Status perkawinan, toleransi risiko | Keputusan investasi | Investor individu | Deskriptif | Investor menikah memiliki toleransi yang lebih tinggi |

| | | | | | | | |
|----|---|--------------------------------------|--|---|-------------------------------------|-------------------|---|
| | Cycle Funds. Financial Analysis Journal. 1999 | | | | | | terhadap risiko sehingga lebih mempertimbangkan faktor-faktor dalam keputusan investasi |
| 24 | Boys Will Be Boys : Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment.The Quaterly Jurnal of Econo- mics. 2001. | Barber, Brad M., and Terrance, Odean | Gender | Overconfidenc e, keputusan investasi saham. | Investor saham individu di New York | Regresi sederhana | Pria lebih overconfidence dibandingkan wanita |
| 25 | Investors' use of Analysts' recommendations. Behavioral Research in Accounting, 14, 129-158. 2002. | Krishna n, R. and Booker, D.M | Perilaku investor :rekomendasi analis | Keputusan investasi saham | Investor individu Amerika | Deskriptif | Rekomendasi analis mendukung posisi analis lanjut, mengurangi kesalahan disposisi untuk keuntungan, mengurangi kesalahan disposisi kerugian |
| 26 | Investors' perceptions of earnings quali-ty, auditor independence, and the useful-ness of audited financial information. Accounting Horizons, 17, 3748. 2003. | Hodge, F.D | Persepsi investor, kualitas laba, independensi auditor, dan kegunaan informasi keuangan yang telah diaudit | Keputusan investasi saham. | Investor individu Amerika | Deskriptif | Persepsi lebih rendah dari kualitas laba, lebih mengandalkan laporan keuangan yang telah diaudit perusahaan dan analisa fundamental dari laporan keuangan tersebut ketika membuat keputusan investasi |

| | | | | | | | |
|----|--|--------------------------------------|--|--|------------------------------|--|--|
| 27 | U Are small investors naive?, Stanford University Working Paper. 2003. | Shanthy kumar, D. and Malmen dier | Investor kecil, investor besar | Keputusan investasi saham | Investor individu di Amerika | Deskriptif | Investor kecil membeli saham setelah memperoleh rekomendasi positif dari analis terafiliasi. Investor besar menghasilkan volume abnormal perdagangan setelah mendapatkan rekomendasi positif hanya jika analis yang tidak terafiliasi. |
| 28 | Handbook of the Economics of Finance : A Survey of Behavioral Finance. University of Chicago. 2003. | Barberis dan Thaler | Perilaku keuangan, faktor – faktor psikologi | Keputusan investasi | Investor Amerika Serikat | Analisis deskriptif dan analisis Faktor. | Investor Amerika melakukan trading di bursa saham dipengaruhi factor-faktor psikologi. |
| 29 | Informasi publik mengenai inflasi dan suku bunga memiliki peran penting dalam menentukan investasi | Kutan. A. M., and Aksoy, T. | Informasi publik, fisher effect. | Keputusan investasi saham dan obligasi | Investor individu di Turki | Regresi sederhana dan deskriptif | Informasi publik mengenai inflasi dan suku bunga memiliki peran penting dalam menentukan investasi |
| 30 | <i>The Impact of Financial literacy Education on Subsequent Financial Behavior, Journal of Financial Counseling and Planning Volume 20, Issue 1 2009</i> | Lewis Mandell and Linda Schmid Klein | manajemen keuangan, siswa sekolah menengah, kursus manajemen | Literasi keuangan | Pelajar SMA Amerika | Regresi | <i>mereka yang mengikuti kursus tidak lebih melek finansial daripada mereka yang tidak. Selain itu, itu yang mengambil kursus</i> |

| | | | | | | | |
|----|--|---------------------------------|-----------------------------|---|--|-------------------------------|---|
| | | | keuangan pribadi | | | | <i>tidak mengevaluasi diri mereka untuk lebih berorientasi pada tabungan dan tampaknya tidak memiliki yang lebih baik perilaku finansial daripada mereka yang belum mengikuti kursus</i> |
| 31 | Factors Influencing College Students' Financial Behaviors in Turkey: Evidence from a National Survey. International Journal of Economics and Finance 7, no.6 / tahun 2015. | Selcuk, Elif | financial literacy | financial behavior, | mahasiswa | logistic regression analysis. | Hasil regresi logistik menunjukkan bahwa siswa yang lebih melek finansial lebih banyak cenderung menunjukkan tiga perilaku keuangan positif. Membayar tagihan tepat waktu, mengelola anggaran keuangan dan secara aktif menabung untuk masa depan |
| 32 | Do the effects of individual factors on financial risk-taking behavior diversify with financial literacy? / Tahun 2017 | Sibel Dinç Aydemir, Selim Aren, | Pengambilan risiko keuangan | Kecerdasan emosi, literasi Keuangan, Penghindaran risiko, | karyawan universitas publik-swasta, mahasiswa pascasarjana | | kecerdasan emosi dan locus kontrol memiliki dampak positif pada pengambilan risiko keuangan, |

| | | | | | | | |
|----|--|---|--|------------------------------|---|---|---|
| | | | | Locus of control, | , guru, karyawan sektor publik-swasta dan pensiunan | | sementara keengganan risiko secara umum memiliki dampak yang negatif. Meskipun literasi keuangan tidak memiliki efek langsung pada perilaku keuangan berisiko, ia memiliki peran penting sebagai variabel moderator, berinteraksi dengan locus of control eksternal |
| 33 | Determinant of retirement planning behavior and difference by age / 2009 | Tahira K. Hira ¹ , Whitney L. Rock ¹ and Caezilia Loibl | Perbedaan usia, kecenderungan perilaku, kontrol pribadi, kontribusi pensiun, | perilaku perencanaan pensiun | rumah tangga | ordinary least squares (OLS) regression | variabel yang signifikan dalam prediksi maksimalisasi kontribusi pensiun, termasuk pekerjaan, pendapatan, aktivitas tabungan, penelitian <i>ex ante</i> , tinjauan kinerja investasi, investor awal, aktivitas investor, |

| | | | | | | | |
|----|--|---|---|----------------------------|---------------------------|-----------------------|---|
| 34 | <i>Do the effects of individual factors on financial risk-taking behavior diversify with financial literacy ?"</i> , | Sibel Dinç Aydemir, Selim Aren, 2017 | Kecerdasan emosi, penghindaran risiko, locus of control, toleransi risiko | Literasi keuangan | Individual | SEM dan SEM multigrup | kecerdasan emosi dan locus of control |
| 35 | <i>Effects of Marriage and Children on Financial Risk Tolerance: A Synthesis of Family Development and Prospect Theory</i> | Barbara Chaulk, Phyllis J. Johnson and Richard Bulcroft, 2003 | Perkembangan keluarga, teori prospek | Toleransi risiko | rumah tangga, pria lajang | Regresi | Variasi psikologi terhadap toleransi risiko keuangan sepanjang siklus hidup keluarga, dimana di perlukan pendidikan keuangan untuk menghadapi risiko keuangan masa depan. |
| 36 | <i>The effect of age and gender on financial risk tolerance of South African investors, 2018</i> | Zandri Dickason, Sune J. Ferreira | , regresi logistik, jenis kelamin, usia | toleransi risiko, investor | Investor individual | Regresi | investor pria lebih toleran terhadap risiko daripada investor wanita. Perbedaan statistik juga ditemukan antara investor pria dan wanita dalam kategori umur 35-49 tahun dan investor lebih dari 50 tahun |

Sumber : Dari berbagai sumber ,diolah 2020.