

**ANALISIS TINGKAT OPTIMIS, PESIMIS DAN EKSPEKTASI
PENGEMBALIAN TERHADAP PERILAKU INVESTOR PADA INDEKS
HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI INDONESIA**

Bayu Laksma Pradana

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Wiyatamandala
bayu.laksma@wiyatamandala.ac.id

Andreas Kiky

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Wiyatamandala
andreas.kiky@wiyatamandala.ac.id

ABSTRACT

Human decision making process can be very complicated and complex. Especially in case of financial decision making by the investor in Financial Market. Rational investor should be risk averse and make some investment decision based on the risk and return (or reward) that could be obtained from the asset. But most of these “rational investors” are failed to be rational investor. Many of them make some decision just base on heuristic judgment and lead them to bias or error. Some bias or errors are very common to be found, especially when we used system 1 in our decision making process. We tend to be fooled by past experience or if we could link with financial decision making is the past data. Our research aim to find the behavioral pattern that could be found in trading volume. We suspect there is some irrational decision making that might be happen in Jakarta Stock Exchange. We examine IHSG value and its volume from 2014 to 2016. Result from this research is far from expectation. R² value is very low (about 2.3%) and other t-test only showed 1 dependent variable is significant. On the next step in behavioral study we think need to change the sample and applied this model on specific stocks price not on index. And after this research we also start to make behavior research roadmap to investigate risk preference base on behavior study that has been conducted by Thaler (2016), Ariely (2010) or Kahneman (2013).

Keywords: *Financial Decision Making, Behavioral Economics, Behavioral Finance, Stock Market Psychology.*

1. PENDAHULUAN

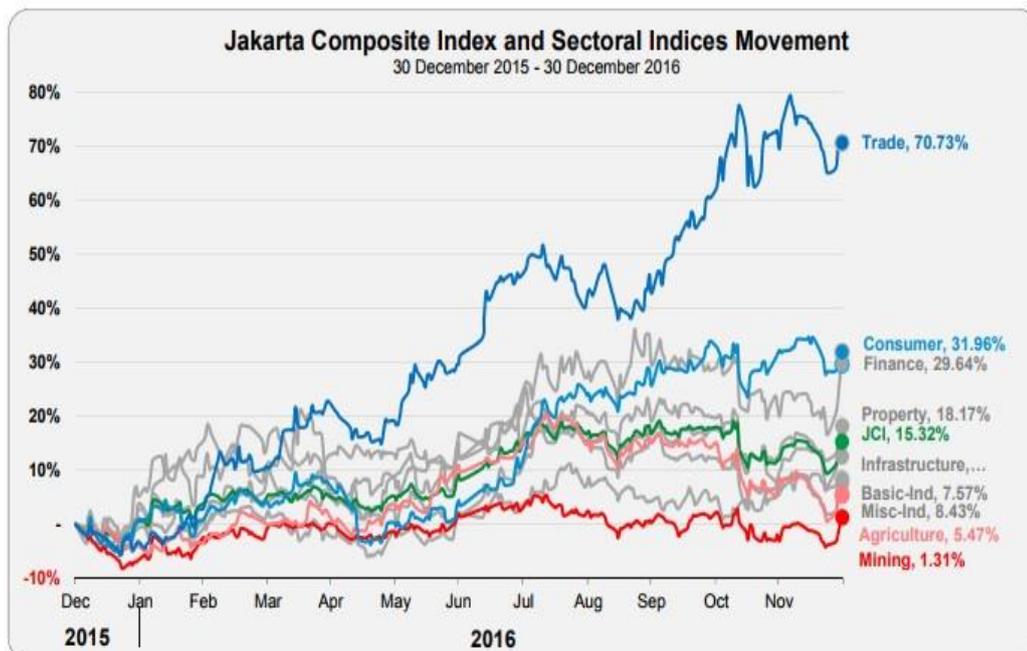
Perilaku manusia dalam mengambil sebuah keputusan adalah sebuah studi yang sangat menarik. Kahneman (2013) menyebutkan umumnya cara berpikir dan membuat

keputusan manusia terbagi atas 2 sistem. Sistem 1 adalah sistem yang cepat dan bersifat intuitif sedangkan sistem 2 adalah sistem yang lambat dan bersifat analitik. Studi perilaku manusia ini sangat menarik sebab

pada penelitian ini kami tertarik dalam mengkaji pengambilan keputusan investasi terutama pada pasar modal.

Perkembangan pasar modal di Indonesia sendiri sangat baik dalam beberapa tahun terakhir. Pertumbuhan ini didorong oleh kemajuan teknologi dan juga kemampuan ekonomi masyarakat yang semakin baik. Berdasarkan publikasi tahunan Bursa Efek

Indonesia, pada tahun 2005 nilai dari IHSG atau JCI (*Jakarta Composite Index*) naik dari 1.000 point hingga pada tahun 2016 mencapai 5.500 point. Pada tahun 2016, sektor yang berkontribusi cukup tinggi dalam kenaikan IHSG adalah sektor Perdagangan (*Trade*). Pada sektor Perdagangan ini, dibandingkan dengan tahun 2015, nilai indeks sektor tersebut naik hingga mencapai 70.73%.



Gambar 1. Pertumbuhan IHSG dan Sektoral Tahun 2015 – Tahun 2016

(sumber: Publikasi Tahunan BEI)

Terdorong dengan tumbuhnya pasar modal di Indonesia, maka tentunya akan menjadi sasaran penelitian yang cukup penting karena dalam perkembangannya ada sebuah ekspektasi yang positif bagi pasar

modal Indonesia yang memungkinkan pasar modal di Indonesia bertransformasi menjadi pasar modal besar di dunia. Selain itu hal ini juga didukung oleh pertumbuhan ekonomi di wilayah

Asia terutama Asia Tenggara yang semakin baik setelah krisis pada tahun 2009 silam.

Ilmu keuangan sendiri adalah ilmu yang mempelajari bagaimana seseorang dapat mengatur dan menghasilkan kekayaan lagi dari uang atau sumber daya yang orang tersebut miliki. Tentunya ilmu ini erat kaitannya dengan akuntansi sebab dalam praktiknya keputusan keuangan yang logis tentunya berdasarkan pelaporan penggunaan uang yang direkap oleh para akuntan. Oleh karena itu idealnya seorang investor akan melakukan atau membuat sebuah keputusan investasi berdasarkan kondisi yang masuk akal (logis) sesuai dengan performa di masa lalu yang ok ataupun pembuktian laba yang berhasil dihasilkan oleh suatu perusahaan.

Akan tetapi dalam praktiknya hal tersebut tidak demikian adanya. Dalam membuat sebuah keputusan investasi, para investor ternyata tidak selalu berdasarkan pertimbangan dan data yang logis. Seringkali pengambilan keputusan investor terjadi sebagai efek dari ekspektasi yang berlebihan, rasa optimis yang berlebihan ataupun kepanikan

investor karena pasar sedang jelek. Hal ini tentunya erat dengan Kahneman (2013) yang menyebutkan dua sistem berpikir di atas. Jadi dapat kita katakan ada 2 tipe investor, yakni investor yang menggunakan sistem 1, yang cenderung membuat keputusan sangat cepat, sesuai dengan intuisi tanpa adanya analisis. Sedangkan investor kedua adalah seorang investor yang rasional akan cenderung berhati-hati dan menganalisis secara mendalam terlebih dahulu sebelum membeli atau menjual saham.

Dibandingkan dengan kajian penelitian keuangan yang teoritis, penelitian ini berusaha untuk menyajikan temuan menarik dari sisi perilaku. Penelitian ini tidak menggunakan model keuangan yang sudah lama seperti CAPM ataupun Fama French dan tentunya penelitian ini memiliki sasaran untuk menilai peran faktor perilaku manusia seperti kepercayaan diri, tingkat optimisme, pesimisme dan juga ekspektasi investor terhadap keputusan investor. Untuk mencoba mengukur faktor perilaku (*behavioral aspect*) dari investor, maka penelitian ini

menggunakan penelitian Oprean (2014) sebagai acuan model dan pengukuran variabel yang diteliti. Rumusan masalah dari penelitian ini adalah apakah terdapat pengaruh dari faktor *confidence*, *optimism*, *pessimism* dan *rational expectation* terhadap pengambilan keputusan keuangan investor.

2. TELAAH LITERATUR

Ilmu ekonomi selalu mengedepankan asumsi "*Rational Economic Man*" yang berarti bahwa untuk memutuskan atau memilih sesuatu, seseorang akan melihat secara detil setiap manfaat ataupun kerugian secara menyeluruh. Beberapa dekade belakangan ini pandangan umum yang melakukan generalisasi sikap ekonomi bahwa investor melakukan pengambilan keputusan secara rasional telah banyak ditantang dengan penelitian yang melibatkan psikologi manusia sebagai variabel. Dalam hal perdagangan sekuritas, unsur perdagangan yang melibatkan seorang investor harus melakukan pengambilan keputusan, sering melibatkan emosi dan disebut sebagai perilaku irasional. Banyak peneliti yang melaporkan adanya

bias kognitif dalam pengambilan keputusan pembelian ataupun penjualan sekuritas. Salah satu contoh manusia rasional dalam situasi tertentu harus mampu menganalisa baik secara fundamental, aset yang akan dibelinya, dengan asumsi ia menilai aset tersebut undervalue (dibawah nilai sebenarnya). Penilaian ini mengasumsikan bahwa ia mendapatkan informasi yang lengkap dan mengerti benar kalkulasi perhitungan fundamental. Namun seringkali apa yang menjadi dasar pengambilan keputusannya adalah penilaian historis saja tanpa didukung kalkulasi penilaian *expected* (harapan) dari aset tersebut. Hal ini menimbulkan apa yang disebut "*heuristic*" atau "*rules of thumb*" dalam pengambilan keputusan pembelian atau penjualan aset.

Perdagangan saham sangat erat dalam kaitannya dengan informasi. William Sharpe, seorang profesor dari Chicago menjelaskan konsep pasar yang dipenuhi informasi ini ,dalam istilah pasar efisien (*efficient market Hypothesis-EMH*). Pasar Efisien adalah pasar di mana harga

telah mencerminkan seluruh informasi yang ada di publik. Hal ini berarti tidak ada investor dengan risiko tertentu mampu mengungguli tingkat pengembalian portofolio pasar. Jikapun ada berarti ia akan menanggung risiko lebih tinggi. Sejalan dengan teori ini Malkiel (1973) mengemukakan kembali sebuah konsep yang disebut “*random walk theory*” di dalam bukunya “*random walk on wall street*”. Teori ini mengemukakan bahwa adalah sangat tidak mungkin (relevan) untuk memprediksi pergerakan harga saham dimasa menndatang karena saham bergerak secara acak (*random*). Hal ini sama saja menyatakan bahwa pergerakan di masa lalu tidak mampu menjadi patokan untuk memprediksi harga masa depan. Secara singkat antara *random walk theory* dan *efficient market hypothesis* dapat ditarik benang merah yang sejalan. EMH menilai bahwa informasi pada saat ini serta di masa mendatang tidak dapat menjadi faktor prediktif sehingga nilai asset juga tidak dapat diprediksi. Ketidakmampuan untuk diprediksi inilah yang mengakibatkan acaknya

kemungkinan harga yang terjadi. Pada kenyataannya beberapa peneliti seperti thaller (1985) menemukan adanya beberapa pola data yang berulang pada harga saham diberbagai negara, para pendukung teori EMH dan *random walk theory* mengakuinya sebagai anomali pasar. Beberapa anomali telah ditemukan seperti *January effect*, *Monday anomaly*, *Day of the week*. Pendukung teori ini juga menganggap dimungkinkan untuk adanya manusia-manusia yang irasional, namun didalam pasar mereka saling meniadakan atau dengan kata lain para perilaku irasional ini tetap saja akan melakukan perdagangan secara acak (*random*) tapi ditiadakan oleh pelaku irasional lain yang memegang posisi yang berseberangan.

Behavioral finance memandang bahwa pergerakan pasar tidak selalu harus dilihat oleh pergerakan informasi di pasar. Sudut pandang “perilaku” bagaimana manusia memproses informasi yang didapat juga mempengaruhi pergerakan pasar yang ada. Pengambilan keputusan manusia yang di generalisasi sebagai “rasional” sering kali berubah

menjadi “irasional”. Berbagai hipotesis telah dikemukakan dari riset terdahulu mencoba mencari penyebab terjadinya ataupun membuktikan apakah faktor perilaku ini benar memengaruhi pasar.

“*Animal spirit*” seperti dikemukakan oleh Akerlof dan Shiller (2009) adalah salah satu faktor yang dituding mempengaruhi pasar. Istilah “ *Animal spirit* pertama kali dikemukakan oleh John Maynard Keynes (1936) sebagai “ *spontaneous urge to action rather than inaction and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefit multiplied by quantitative probabilities*”

Dhaoui (2015) melakukan penelitian terhadap variabel rasional dan irasional diantaranya adalah: *overconfidence, optimism, Pessimism* dan *spontaneous Reaction* dalam hubungannya dengan volume perdagangan. Dengan sampel beberapa pasar keuangan internasional (jepang, amerika serikat, perancis, Inggris dan Swis) selama 10 Juni 2002 sampai 17 November 2011. Bukti yang didapatkan menyatakan bahwa bias perilaku irasional benar-benar

menjadi pengaruh penggerak pasar yang kuat di seluruh sampel.

Oprean (2016) melakukan pemodelan terhadap variabel *confidence, optimism, pesimism* dan *rational expectation*, dengan meneliti volume perdagangan pada pasar yang dikategorikan *emerging market, Romania dan Brazil*. Analisa berdurasi 4 tahun menghasilkan bahwa ekspektasi rasional gagal untuk menjelaskan variabilitas dari volume perdagangan. Pada pasar Brazil ditemukan bahwa faktor yang paling berpengaruh pada volume perdagangan adalah *optimisme*. Penelitian ini juga memberikan penegasan adanya *crowd behaviour* dimana manusia berlaku seperti binatang, merasa aman jika banyak orang melakukan hal yang sama (*crowd*).

Trinugroho, Sembel (2011), melakukan sebuah eksperimen dengan sampel Mahasiswa yang telah mengambil matakuliah manajemen keuangan tapi belum melakukan trading aset riil. Eksperimen ini melihat perilaku mahasiswa yang memiliki *overconfidence* tinggi atau rendah. Hasil penelitian menyatakan bahwa

mahasiswa yang memiliki *overconfidence* yang tinggi cenderung melakukan transaksi lebih banyak dan agresif dibandingkan mahasiswa *low confidence*. Hal ini disimpulkan bahwa apa yang dinyatakan oleh akerlof dan shiller (2009) sebagai *animal spirit* benar mempengaruhi pembuatan keputusan.

Dhaoui dan Khraief (2014), menyatakan bahwa perilaku investor dipengaruhi oleh preferensi dan kepercayaannya (*belief*). Investor yang optimis akan berpendapat bahwa peningkatan dalam tingkat pengembalian akan diikuti oleh peningkatan yang baru sedangkan investor yang pesimis akan sangat sensitif terhadap penurunan harga dan akan diikuti dengan penurunan harga yang berkelanjutan. Sentimen investor menjadi peran sentral dalam menjelaskan intensitas perdagangan dan perubahan trend pasar. Dhaoui dan Khraief (2014), melakukan analisa ekonometri dan fuzzy pada pasar saham perancis dan menyimpulkan bahwa pasar lebih dipengaruhi oleh sentimen pesimis.

Dhaoui (2013) menghubungkan antara *animal spirit* dan *trading*

volume di berbagai pasar finansial internasional dan menemukan bahwa ekspektasi rasional gagal menjelaskan bagaimana pasar bekerja. Dari data 2002 sampai 2011 hampir seluruh pasar internasional bergerak berdasarkan "*animal spirit*". Hal ini didapatkan dari analisis hubungan antara dependent variable (*trading volume*) dan beberapa independent variable (*rational expectation, optimism, pesimism, overconfidence*).

Daniel & Hirsleifer (2015) juga menyatakan *Overconfidence* adalah kepercayaan yang terlalu tinggi pada sebuah perhitungan yang salah. Diakibatkan kebanyakan oleh proses kognitif yang dinamakan self attribution bias, terlalu melebih-lebihkan bakat, kemampuan dan keberhasilan diri sendiri berdasarkan kesuksesan dimasa lampau. Sedangkan kegagalan ditarik dalam kesimpulan sederhana " karena nasib yang tidak beruntung".

Barber & Odean (2001) menyatakan bahwa investor saham yang memiliki *overconfident* cenderung untuk melakukan perdagangan secara berlebihan dan mengakibatkan tingkat pengembalian yang tidak

konsisten bahkan cenderung rendah. Dalam penelitiannya ia juga menyanggah bahwa pelaku pasar selalu bertindak rasional secara ekstrim seperti apa yang dikemukakan oleh teori keuangan modern. Lebih jauh lagi Barber dan Odean (2001) melakukan pembagian sampelnya berdasarkan jenis kelamin dan menemukan bahwa pria lebih cenderung untuk *overconfidence* yang memperburuk tingkat pengembaliannya secara keseluruhan.

Optimisme, bisa disebut *overoptimism* adalah bahwa seseorang percaya bahwa ia akan mendapatkan hasil tertentu seperti yang diinginkannya walaupun kepercayaan ini dibangun oleh alasan yang tidak obyektif dan kuat. Dua penyebab utama dari adanya *overoptimism* dan juga *overconfidence* adalah *illusion of certainty* dan *hindsight bias*. *Illusion of certainty* adalah seseorang mempercayai bahwa sesuatu itu terjadi walaupun secara objektif tidak.

Perkembangan *behavioral finance* dan *behavioral economics* saat ini telah menjadi sebuah lompatan

pengembangan ilmu ekonomi yang selama ini hanya berbasis pada beberapa asumsi-asumsi rasional yang mendasarinya. Tantangan terbesarnya adalah pelaku ekonomi sendiri, manusia adalah sebagian besar makhluk yang gagal menjadi rasional. Ketika sistem *heuristic* mereka bekerja maka kecenderungan mereka untuk salah menjadi sangat tinggi. Ariely (2012) sendiri banyak membahas mengenai perilaku dan pengambilan keputusan yang tidak rasional. Diharapkan dalam penelitian ini bisa menjadi gerbang pengembangan riset keuangan yang berbasis perilaku dan juga psikologi.

3. METODOLOGI PENELITIAN

Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan indeks IHSG sebagai pengukur untuk perilaku pasar di Indonesia. Periode IHSG penelitian ini adalah dari Januari tahun 2014 hingga Desember 2016. Data yang digunakan adalah Volume IHSG sebagai indikator perilaku, serta *adjusted closing index* sebagai pengukur *return* untuk menilai variabel *Confidence*, *Optimism*, *Pesimism* dan *Rational Expectation*. Berikut ini adalah

beberapa kondisi yang harus dipenuhi untuk menilai variabel bebas dari penelitian ini:

1. Aspek *Confidence*

Jika $R_{t-1} \geq 0$: Akan ada transaksi

Jika $R_{t-1} < 0$: Tidak akan ada transaksi

2. Aspek *Optimism*

Jika $R_{t-1} \geq \bar{R} + \sigma$: Akan ada transaksi

Jika $R_{t-1} < \bar{R} + \sigma$: Tidak akan ada transaksi

3. Aspek *Pessimism*

Jika $R_{t-1} \geq \bar{R} - \sigma$: Akan ada transaksi

Jika $R_{t-1} < \bar{R} - \sigma$: Tidak akan ada transaksi

4. Aspek *Rational Expectation*

$Rational\ Expectation = R_{t-1} + \varepsilon_{t-1}$

Perhitungan variabel penelitian ini mengacu kepada Oprean (2014) yang meneliti aspek faktor perilaku pada keputusan finansial investor.

Dalam menganalisis pengaruh *Confidence*, *Optimism*, *Pessimism* dan *Rational Expectation* terhadap perilaku keputusan finansial investor, maka peneliti melakukan tahap-tahap berikut ini untuk memastikan data secara valid bisa diuji atau BLUE

(*Best Linear Unbias Estimator*) dalam analisis regresi linear berganda:

1. Terlebih dahulu peneliti mengubah Volume transaksi ke dalam bentuk Ln, dengan tujuan sebaran data tidak terlalu besar. Data volume IHSG sendiri dinyatakan dalam miliar rupiah.

2. Selanjutnya peneliti membuat filter untuk memilah data dengan kondisi untuk setiap variabel yang diteliti. Sehingga diperoleh nilai 1 untuk “akan adanya transaksi” dan 0 untuk “tidak akan ada transaksi”

3. Untuk variabel *Rational Expectation* peneliti menggunakan persamaan *Rational Expectation* adalah nilai dari R hari sebelumnya ditambah Error dari hari sebelumnya. Untuk menghitung nilai Error tersebut diperoleh dari estimasi yang dibuat Muth (1961) yang membahas secara lengkap mengenai *Rational Expectation*.

4. Data diuji terlebih dahulu normalitas dan beberapa aspek seperti multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Pada akhirnya data ditransformasi dengan mengubah bentuk data menjadi bentuk *difference* (DVOLUME dan DR.Expectation).
5. Pengujian uji F digunakan untuk uji simultan setiap variabel bebas dan uji t digunakan untuk uji parsial. Selanjutnya nilai R² akan dicek untuk mengetahui kemampuan penjelas model.

Berikut ini adalah Model Penelitian dan Hipotesis Penelitian

$$\ln(\text{Volume}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Confidence} + \beta_2 \text{Optimism} + \beta_3 \text{Pessimism} + \beta_4 \text{Rat Expectation} + \varepsilon_t$$

Di mana:

$\ln(\text{Vol})$ = Volume Transaksi (dalam bentuk Ln)

Confidence = Faktor Rasa Percaya Diri Investor

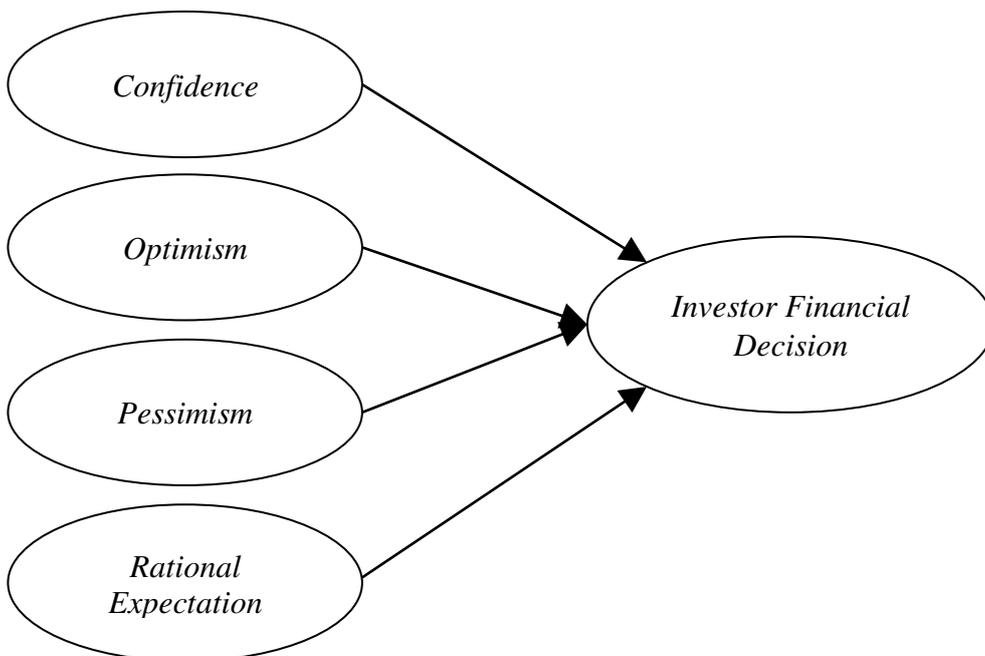
Optimism = Faktor Rasa Optimis (Keyakinan) Investor

Pessimism = Faktor Rasa Ragu (Keraguan) Investor

Rat Exp = Ekspektasi Return Investor yang Rasional

ε_t = *Error term*

Kerangka Penelitian



Gambar 2. Kerangka Penelitian

Hipotesis Penelitian:

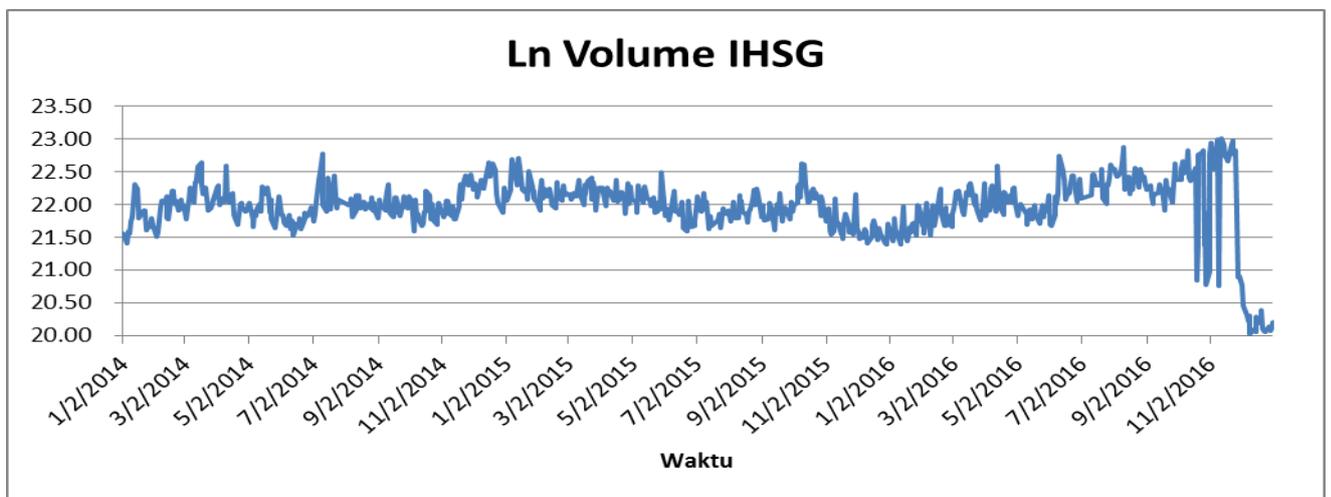
Ha1 : Terdapat Pengaruh *Confidence* terhadap Perilaku Keputusan Investasi Investor

Ha2 : Terdapat Pengaruh *Optimism* terhadap Perilaku Keputusan Investasi Investor

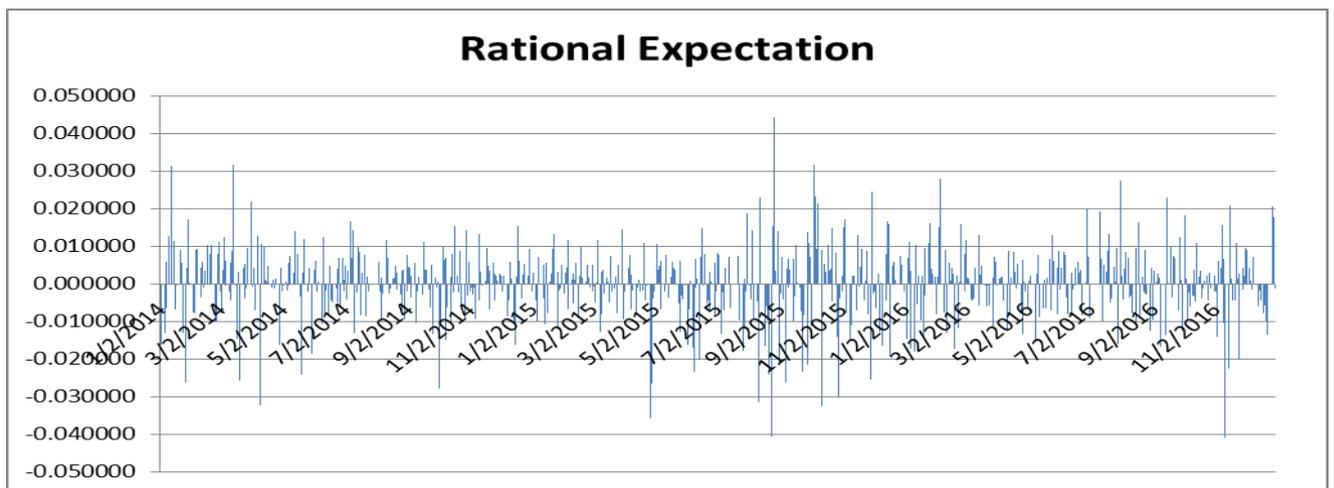
Ha3 : Terdapat Pengaruh *Pessimism* terhadap Perilaku Keputusan Investasi Investor

Ha4 : Terdapat Pengaruh *Rational Expectation* terhadap Perilaku Keputusan Investasi Investor

4. HASIL & PEMBAHASAN



Gambar 3. Hasil Deskriptif Ln (Volume) IHSG



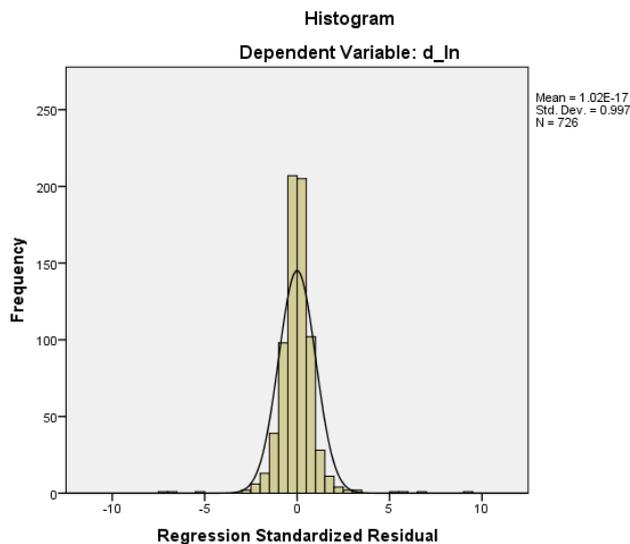
Gambar 4. Hasil Deskriptif *Rational Expectation* IHSG

Dari data Volume perdagangan, selama periode penelitian, fluktuasi dan perubahan dari volume

perdagangan cukup stabil kecuali pada akhir tahun 2016. Secara deskriptif, data volume perdagangan

ini, tidak menunjukkan lonjakan atau perubahan yang cukup drastis. Padahal jika kita ingin menginvestigasi efek dari pengambilan keputusan yang tidak rasional, hal itu hendaknya tercermin dalam perubahan volume perdagangannya yang sangat ekstrim. Rentang nilai dari *rational expectation* terhadap perubahan IHSG ini cukup kecil. Rentang *return* dari *rational expectation* dalam kasus ini adalah <5%. Untuk pengujian statistik, maka terlebih dahulu peneliti melakukan

pengujian normalitas terhadap residual data yang akan diregresikan. Dikarenakan data tidak normal dan juga mengalami masalah autokorelasi, maka peneliti terlebih dahulu melakukan transformasi data yang akan diteliti. Data yang ditransformasi adalah data Ln(Volume) dan data *Rational Expectation* dari penelitian. Kami menggunakan transformasi *first different* dari data yang ada untuk menghilangkan juga masalah autokorelasi yang terjadi.



Gambar 5. Histogram Residual Data setelah ditransformasi

Setelah ditransformasi, maka tidak ditemukan kendala untuk masalah normalitas, autokorelasi, multikolinearitas dan heteroskedastisitas. Untuk multikolinearitas penelitian ini

menggunakan nilai VIF untuk mendeteksi masalah tersebut. Untuk masalah autokorelasi penelitian ini menggunakan nilai *Durbin Watson Statistic* untuk mendeteksi masalah tersebut. Dan untuk masalah

heteroskedastisitas, penelitian ini menggunakan analisis grafis. Berikut ini adalah hasil dari uji asumsi klasik yang dimaksud dan hasil uji regresi linear berganda dari persamaan yang peneliti teliti:

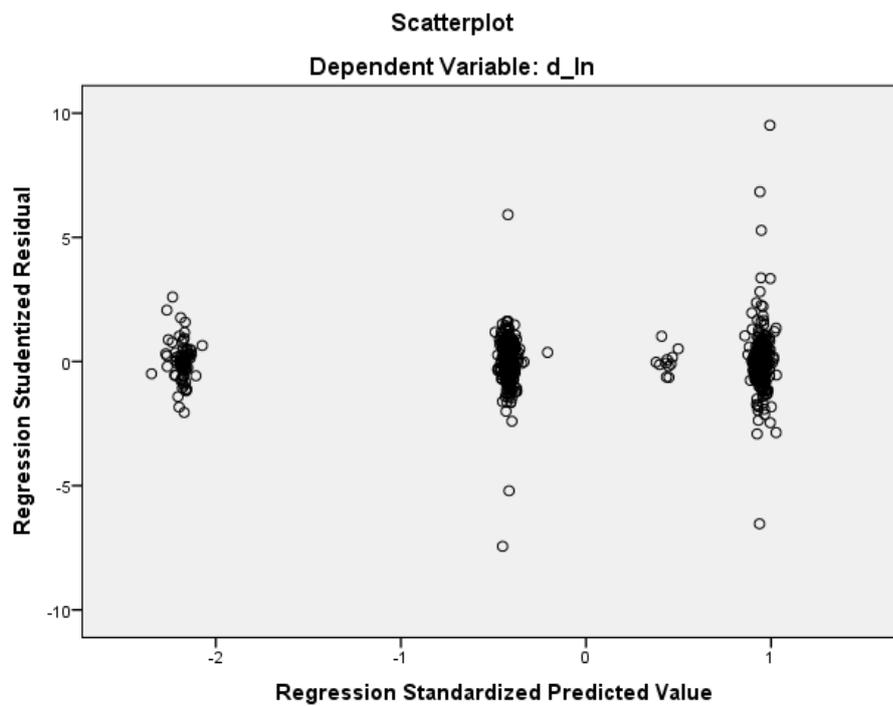
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.167 ^a	.028	.023	.14748	2.496

a. Predictors: (Constant), d_rat, Opt, Con, Pess

b. Dependent Variable: d_In

Gambar 6. Hasil Uji Durbin Watson



Gambar 7. Hasil Scatter Plot Uji Heteroskedastisitas

Tabel 1. Hasil Uji Multikolinearitas

Collinearity Statistics		
Var	Tolerance	VIF
Con	.059	16.888
Opt	.784	1.275
Pess	.059	16.978
Rat	.665	1.504

Berdasarkan paparan di atas, maka untuk uji Durbin Watson, tidak terdeteksi terjadi autokorelasi karena nilai DW masih dalam rentang nilai 2.4. Sedangkan untuk uji multikolinearitas indikator VIF harus < 10, sedangkan dalam penelitian terdapat 2 variabel yang mempunyai nilai VIF yang lebih dari 10 yakni Confidence dan Pessimistic. Kedua

variabel ini adalah variabel dummy sehingga efek multikolinearitas dapat diabaikan. Untuk uji heteroskedastisitas, sebaran *scatterplot* tidak membentuk pola atau trend tertentu sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Untuk hasil uji regresi linear berganda adalah pada tabel di bawah ini:

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Var	B	t	Sig
Konstanta	0.024	2.633	0.009
Con	-0.012	-0.273	0.785
Opt	-0.043	-2.186	0.029*
Pess	-0.021	-0.465	0.642
Rat	0.025	0.121	0.904
F-Stat		5.182	0.000

Berdasarkan hasil Uji Regresi Linear Berganda, ditemukan hanya variabel Optimis saja yang berpengaruh terhadap Volume (Reaksi Perilaku Investor). Nilai p-value dari t-test ditemukan < 0.05. Sedangkan variabel lainnya tidak mempengaruhi perubahan volume perdagangan. Uji F menemukan secara simultan keempat variabel ini mempengaruhi perilaku investor. Akan tetapi tentunya hasil ini tidak terlalu memberikan makna yang cukup baik dikarenakan nilai *adjusted R²* dalam penelitian ini sangat kecil yaitu hanya 2.3% saja. Tentunya terdapat

lebih dari 97% variabilitas volume (perilaku investor) yang gagal dijelaskan oleh variabel bebas yang diusulkan.

Pencarian untuk faktor yang mempengaruhi perilaku irasional dari investor adalah langkah pertama yang peneliti lakukan dalam penelitian ini. Tujuan dari penelitian ini mencoba mengkonfirmasi adanya pemicu aksi jual dan beli investor yang tercermin dalam perubahan volume. Akan tetapi memang hasil penelitian ini jauh dari ekspektasi peneliti. Idealnya berdasarkan model yang diusulkan, perubahan perilaku

investor yang tercermin dari perubahan volume pastinya dipengaruhi oleh tingkat optimis, pesimis dan ekspektasi berdasarkan harga historis.

Peneliti akan mencoba mengkaji ulang model ini pada saham yang spesifik pada penelitian selanjutnya. Penelitian ini menemukan secara umum model ini tidak cukup baik diaplikasikan dalam indeks. Mungkin akan lebih baik jika diaplikasikan pada saham perusahaan tertentu dan diobservasi.

5. KESIMPULAN

Sebagai langkah pertama penelitian mengenai *behavioral finance* penelitian ini gagal mengkonfirmasi adanya efek *irrational behavior* dari Indeks Saham yang diteliti. Tentunya menurut peneliti ada baiknya mengkaji kembali sampel penelitian menjadi sampel yang lebih spesifik dan unik (langsung berdasarkan data historis saham tertentu). Penelitian ini mencoba menjawab berbagai anomaly pasar dan reaksi pasar yang biasanya tidak rasional dikarenakan adanya reaksi panic ataupun reaksi *overoptimistic* dari investor itu sendiri. Nilai R^2 dari model

penelitian sendiri sangat kecil yakni hanya 2.3% saja, menunjukkan model penelitian masih kurang reliable dalam menjelaskan reaksi investor yang tercermin dalam perubahan volume. Saran untuk pengembangan selanjutnya adalah mencoba untuk membuat peta riset perilaku menjadi lebih baik. Menurut peneliti ada baiknya penelitian dimulai dengan adanya eksperimen untuk mengukur preferensi risiko dari investor. Tahap selanjutnya setelah mengetahui preferensi risiko, dapat dilakukan eksperimen untuk melihat secara langsung dampak dari karakteristik risiko tersebut, sebab menurut peneliti jika memang seseorang punya karakter yang sangat berani dan cenderung menyukai risiko, maka aksi investasi juga cenderung agresif. Pengembangan riset berbasis perilaku selanjutnya bisa dikaji kembali berdasarkan riset dari Kahneman (2013) ataupun Ariely (2010). Peneliti juga tertarik mengacu pada Thaler (2015) untuk mengaplikasikan berbagai eksperimen terkait studi perilaku investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Ariely, D. (2010). *Predictably Irrational*. New York: Harper Perennial.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001, February). Boys Will Be Boys : Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Oxford Journals*, 116(1), 261-292.
- Chan, K., Christie, W., & Schultz, P. (1995). Market Structure and the Intraday Pattern of Bid-Ask Spread for NASDAQ Securities. *Journal of Business*, 68(1), 35-60.
- Daniel, K., & Hirshleifer, D. (Fall 2015). Overconfident Investors, Predictable Return and Excessive Trading. *Journal of Economic Perspective*, 29(4), 61 -68.
- Dhaoui, A. (2015). What Does Matter in Economy Today: When Human Psychology Drives Financial Markets. *Arab Economics and Business Journal*, 10, 39-47.
- Dhaoui, A. (Spring 2013). Animal Spirit and Trading Volume in International Financial Market Between 2002 - 20011. *Journal of Economic and Social Studies*, 3, 163 - 183.
- Dhaoui, A., & Khraief, N. (2014). Sensitivity of Trading Intensity to Optimistic and Pessimistic Beliefs: Evidence from the French Stock Market. *Arab Economics and Business Journal*, 9, 115-132.
- Germain , L., Rousseau, F., & Vanhem, A. (2005, July). *Optimistic & Pessimistic Trading in Financial Market*. Retrieved November 2017, from research gate: https://www.researchgate.net/profile/Fabrice_Rousseau/publication/253509560_OPTIMISTIC_PESSIMISTIC_TRADING_IN_FINANCIAL_MARKETS/links/02e7e5296281b21a78000000/OPTIMISTIC-PESSIMISTIC-TRADING-IN-FINANCIAL-MARKETS.pdf
- Kahneman, D. (2013). *Think Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux.
- keynes, J. M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest, And Money*. A Harvest/HBJ Book.
- McCannon, B. C. (2014). Finance Education and Social Preference: Experimental Evidence. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 4, 57-62.
- Oprean, C. (2014). Effects of Behavioural Factors on Human Financial Decissions. *21st International Economic Conference 2014, IECS 2014*. 16, pp. 458-463. Sibiu: Elsevier B.V.
- Oprean, C. (2014). *Procedia Economics and Finance* 16. *21st International Economic Conference 2014, IECS 2014*. 16, pp. 458 - 463. Sibiu, Romania: Elsevier B.V.

- Thaler, R. (2009). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. New York: Penguin.
- Thaler, R. (2016). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton & Company.
- Trinugroho, I., & Sembel, R. (2011, July). Overconfidence and Excessive Trading Behavior: An Experimental Study. *International Journal of Business and Management*, 6(7), 147 - 152.