PENGARUH *HEURISTIC, HERDING* DAN SIKAP INVESTOR TERHADAP RISIKO PADA KINERJA INVESTASI (STUDI PADA BURSA EFEK INDONESIA)

(Tesis)

Oleh

NAHAR ANNISA

PROGRAM STUDI MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2019

ABSTRACT

THE EFFECT OF HEURISTIC, HERDING AND INVESTOR ATTITUDES ON RISKS INVESTMENT PERFORMANCE (STUDY IN INDONESIA STOCK EXCHANGE)

By

Nahar ANNISA

The purpose of this study is to provide empirical evidence about the influence of heuristic, herding and investor attitudes towards risk on investment performance. The Research was conducted on the individual investor in Indonesia Stock Exchange with the samples obtained as many as 98 respondents. The sampling technique used was purposive sampling. Data analysis method used is quantitative method with a model of Structural Equation Model (SEM). The results of this study indicate that heuristic and herding positive influence on investment performance. Meanwhile, investor attitudes towards risk does not affect the performance of investment.

Keywords : Heuristic, herding, attitude to risk, investment performance, Indonesia Stock Exchange

ABSTRAK

PENGARUH *HEURISTIC, HERDING* DAN SIKAP INVESTOR TERHADAP RISIKO PADA KINERJA INVESTASI (STUDI PADA BURSA EFEK INDONESIA)

Oleh

NAHAR ANNISA

Tujuan penelitian ini adalah memberikan bukti empiris mengenai pengaruh *heuristic*, *herding* dan sikap investor terhadap risiko pada kinerja investasi. Penelitian ini dilakukan pada investor individu di Bursa Efek Indonesia dengan sampel yang diperoleh sebanyak 98 responden. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Metode analisis data yang digunakan adalah metode kuantitatif dengan model *Structural Equation Model* (SEM). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *heuristic* dan *herding* berpengaruh positif terhadap kinerja investasi. Sedangkan sikap investor terhadap risiko tidak berpengaruh terhadap kinerja investasi.

Kata kunci : *heuristic*, *herding*, sikap terhadap risiko, kinerja investasi, Bursa Efek Indonesia

PENGARUH *HEURISTIC, HERDING* DAN SIKAP INVESTOR TERHADAP RISIKO PADA KINERJA INVESTASI (STUDI PADA BURSA EFEK INDONESIA)

Oleh

NAHAR ANNISA

Tesis

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar Magister Sains Akuntansi

pada

Program Magister Ilmu Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

PROGRAM STUDI MAGISTER ILMU AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2019

Judul Tesis	: **PENGARUH *HEURISTIC, HERDING* DAN SIKAP INVESTOR TERHADAP RISIKO PADA KINERJA INVESTASI (STUDI PADA BURSA EFEK INDONESIA)**
Nama Mahasiswa	: *Nahar Annisa*
Nomor Pokok Mahasiswa	: 1621031003
Program Studi	: Magister Ilmu Akuntansi
Fakultas	: Ekonomi dan Bisnis

MENYETUJUI

1. Komisi Pembimbing

Dr. Farichah, S.E., M.Si., Akt.	**Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt.**
NIP 19620612 199010 2 001	NIP 19700801 199512 2 001

2. Ketua Program Magister Ilmu Akuntansi

Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M.Si.
NIP 19750620 200012 2 001

MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

Ketua : **Dr. Farichah, S.E., M.Si., Akt.** .....

Sekretaris : **Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt.** .....

Penguji Utama : **Dr. Tri Joko Prasetyo, S.E., M.Si., Akt.** .....

Anggota Penguji : **Dr. Fitra Dharma, S.E., M.Si.** .....

2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Prof. Dr. H. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
NIP 19610904 198703 1 011

3. Direktur Program Pascasarjana

Prof. Drs. Mustofa, M.A., Ph.D.
NIP 19570101 198403 1 020

Tanggal Lulus Ujian Tesis : **27 Juni 2019**

SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama : Nahar Annisa

NPM : 1621031003

Dengan ini menyatakan bahwa Tesis yang berjudul "**Pengaruh *Heuristic, Herding* dan Sikap Investor terhadap Risiko pada Kinerja Investasi (Studi Pada Bursa Efek Indonesia)**" adalah benar hasil karya saya sendiri dan tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya penulis lain dengan cara tidak sesuai dengan tata etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut *plagiarisme*. Hak Intelektual atas karya ilmiah ini diserahkan sepenuhnya kepada Universitas Lampung. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan saya tidak benar, maka saya siap menerima sanksi sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Bandar Lampung, 27 Juni 2019

METERAI TEMPEL
7CA509AFF891534739
6000
ENAM RIBU RUPIAH

Nahar Annisa

RIWAYAT HIDUP

Nahar Annisa, dilahirkan di kota Bandar Lampung, pada tanggal 03 April 1991, sebagai anak kedua dari pasangan Bapak Fuad Bahrudin, S.E. dan Ibu Ruqaiyah.

Penulis menyelesaikan pendidikan Taman Kanak-Kanak di TK Bhakti Ibu, Lampung Selatan tahun 1997. Kemudian pendidikan Sekolah Dasar diselesaikan oleh penulis pada tahun 2003 di SD Bhakti Ibu, Lampung Selatan. Selanjutnya Sekolah Lanjutan Tingkat Pertama diselesaikan oleh penulis di SMP Negeri 19, Bandar Lampung pada tahun 2006 dan kemudian, penulis menyelesaikan pendidikan Sekolah Menengah Atas di SMA Gajah Mada, Bandar Lampung tahun 2009. Pada tahun 2015, penulis mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi, jurusan Akuntansi di Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Lampung. Pada tahun 2016, penulis melalui jalur reguler terdaftar sebagai mahasiswa pascasarjana pada Program Studi Magister Ilmu Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung. Pada hari Kamis, tanggal 27 Juni 2019, penulis dinyatakan lulus dalam ujian tesis, dengan bergelar Magister Sains Akuntansi.

SANWACANA

Puji Syukur Penulis ucapkan kehadirat Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya Tesis ini dapat diselesaikan dengan judul "Pengaruh *Heuristic*, *Herding* dan Sikap Investor Terhadap Risiko pada Kinerja Investasi (Studi Pada Bursa Efek Indonesia)". Penulis menyadari bahwa tesis ini masih terdapat kekurangan dan untuk itu kritik dan saran sangat diharapkan untuk penyempurnaan tesis ini. Bimbingan dan bantuan dari berbagai pihak yang telah diperoleh penulis selama ini telah membantu mempermudah proses penyusunannya. Untuk itu dengan segala kerendahan hati, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapar Prof. Drs. Mustofa, M.A., Ph.D. selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Lampung
2. Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Dr. Rindu Rika Gamayuni, S.E., M. Si. Selaku Ketua Program Magister Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Ibu Dr. Farichah, S.E., M.Si., Akt. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung dan Pembimbing Utama atas kesediannya untuk memberikan bimbingan, bantuan, saran dan kritik dalam proses penyelesaian tesis ini.
5. Ibu Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt. selaku selaku Pendamping

Pembimbing yang telah meluangkan waktunya memberikan kritik dan saran yang membangun terhadap tesis ini, serta untuk segala ilmu, bantuan dan kesempatan yang telah Ibu berikan kepada penulis.

6. Bapak Dr. Tri Joko Prasetyo, S.E., M.Si., Akt. selaku Penguji Utama yang telah memberikan kritik dan saran yang membangun dalam proses penyelesaian tesis ini.
7. Bapak Dr. Fitra Dharma, S.E., M.Si., selaku Sekretaris Penguji yang telah memberikan kritik dan saran yang membangun dalam proses penyelesaian tesis ini.
8. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan ilmu, wawasan serta pelajaran selama ini.
9. Seluruh Staf dan Karyawan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung terutama Program Studi Magister Ilmu Akuntansi, Mas Andri, Mba Leni atas bantuannya selama ini..
10. Mamaku tercinta Ruqaiyah dan Papaku Fuad Bahrudin yang selalu memanjatkan doa, sehingga tesis ini dapat diselesaikan dengan baik dan lancar karena doa orangtua adalah sebaik-baiknya doa..
11. Suamiku tercinta Regiza Palmi yang selalu medoakan, memberikan semangat serta menyejukkan hati aku. Alhamdulillah tesis ini bisa diselesaikan dengan baik.
12. Kakak-kakak, Adik dan Keponalanku tersayang Ahmad Fauzi, Wita Fitriyani, Fadhiah Nurul Aini dan Muhammad Dzaky Alfarizi yang selalu memberikan dukungan, semangat sehingga tesis ini bisa diselesaikan dengan baik.
13. Para responden yang telah menyediakan waktu untuk membantu penulis

dalam pengisian kuesioner, sehingga tesis ini bisa diselesaikan dengan baik.

14. Rekan-rekan seperjuangan Mahasiswa Magister Ilmu Akuntansi Angkatan 2016 Marce, Tasya, Mba Raisa, Nicho, Arfan, Sofyan, Bang Fadly, Mba Okta, Mba Lastri, Mba Indah, Pak Rahmat, Pak Yatin, Pak Poniman, Bu Dila dan semuanya yang tidak bisa disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan dan kebersamaannya selama ini.
15. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah memberikan bantuan semangat dan do'a dalam proses penyelesaian tesis ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih terdapat kekurangan dalam proses penulisan tesis ini, maka penulis mengharapkan adanya kritik ataupun saran yang dapat membantu penulis dalam menyempurnakan tesis ini. Penulis juga berharap semoga tesis ini dapat berguna untuk para pembaca semuanya dan berhadap semoga Tuhan membalas kebaikan mereka yang telah membantu penulisan tesis ini.

Bandar Lampung, 27 Juni 2019
Penulis,

Nahar Annisa

DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN JUDUL i
HALAMAN ABSTRAK ii

BAB I. PENDAHULUAN
1.1 Latar Belakang 1
1.2 Rumusan Masalah 7
1.3 Tujuan Penelitian 8
1.4 Manfaat Penelitian 8

BAB II. TINJAUAN PUSTAKA
2.1 Tinjauan Pustaka 9
2.1.1 *Behavioral Finance* 9
2.1.2 Kinerja Investasi 10
2.1.3 *Herding* 11
2.1.4 *Heuristic* 11
2.1.5 Sikap Investor Terhadap Risiko 14
2.2 Penelitian Terdahulu 15
2.3 Kerangka Pemikiran 17
2.4 Pengembangan Hipotesis 17
2.4.1 Pengaruh *Herding* terhadap Kinerja Investasi 17
2.4.2 Pengaruh *Heuristic* terhadap Kinerja Investasi 19
2.4.3 Pengaruh Sikap Investor terhadap Risiko pada Kinerja Investasi 20

BAB III. METODE PENELITIAN
3.1 Populasi dan Sampel 22
3.2 Data Penelitian 22
3.2.1 Jenis dan Sumber Data 22
3.3 Operasional Variabel Penelitian 23
3.4 Analisis Data 25
3.5 Uji Validitas 26
3.6 Uji Reliabilitas 26
3.6.1 Pengukuran Model Struktural 27
3.6.2 Pengujian Hipotesis 27
BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN
4.1 Deskripsi Hasil Penelitian 29

4.1.1 Karakteristik Data Kuesioner 29
4.1.2 Karakteristik Responden 30
4.2 Analisis Deskriptif Data.....31
4.3 Uji Validitas 33
4.3.1 Analisa *OuterModel* 33
4.3.2 Uji Validitas Konvergen.....37
4.3.3 Uji Validitas Diskriminan 38
4.3.4 Uji Reliabilitas 39
4.4 Pengukuran Model Struktur 40
4.5 Pengujian Hipotesis 41
4.6 Pembahasan 43
4.6.1 Pengaruh Herding terhadap
Kinerja Investasi 43
4.6.2 Pengaruh Heuristic terhadap
Kinerja Investasi 44
4.6.3 Pengaruh Sikap Investor terhadap Risiko pada
Kinerja Investasi 45

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN
5.1 Kesimpulan 47
5.2 Keterbatasan 48
5.3 Saran 48

DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel		**Halaman**
Tabel. 2.1. Penelitian Terdahulu	.....	15
Tabel 4.1. Data Kuesioner	.....	30
Tabel 4.2. Karakteristik Responden	.....	31
Tabel 4.3. Hasil Analisis Deskriptif	.....	31
Tabel 4.4. *Loading Factor*	.....	35
Tabel 4.5. *Loading Factor* Setelah Eliminasi Indikator	.....	36
Tabel 4.6. Hasil Estimasi Nilai AVE	.....	37
Tabel 4.7. *Fornell-Lacker Criterion*	.....	38
Tabel 4.8. *Cross Loading*	.....	39
Tabel. 4.9. *Cronbach's Alpha*	.....	40
Tabel. 4.10. *Coefficient of Determination* (R^2)	.....	41
Tabel. 4.11. Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)	.....	41
Tabel. 4.12. Outer Loadings (Mean, STDEV, T-Values)	.....	42
Tabel. 4.13. Outer Weights (Mean, STDEV, T-Values)	.....	42

DAFTAR GAMBAR

Gambar		**Halaman**
Gambar. 2.1 Kerangka Pemikiran	.....	17
Gambar 4.1. Interpretasi *Output Model* disertai Nilai *Loading Factor*	.....	34
Gambar 4.2. Interpretasi *Output Model* disertai Nilai *Loading Factor* Setelah Eliminasi Indikator	.....	36

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukan ke aktiva produktif selama periode tertentu. Adanya aktiva yang produktif, penundaan konsumsi sekarang yang diinvestasikan pada aktiva yang produktif akan meningkatkan total utilitas. Salah satu bentuk aktiva produktif di samping aktiva nyata adalah aktiva keuangan. Investor dapat memperjualbelikan aktiva keuangannya guna meningkatkan utilitasnya sehingga investasi memiliki peranan dalam meningkatkan kemakmuran investor (Hartono, 2014)

Para pelaku pasar saham seringkali dihadapkan pada situasi dan kondisi yang membingungkan berkaitan dengan ketidakpastian yang terjadi di pasar sehingga sedikit banyak kondisi tersebut akan mempengaruhi berbagai keputusan yang akan diambil. Pengambilan keputusan merupakan proses yang kompleks yang mencakup analisis terhadap berbagai faktor, sebelum keputusan diambil dan dijalankan. Pengambilan keputusan yang efektif membutuhkan keterampilan keuangan yang tajam, bersama dengan pemahaman yang lebih baik tentang sifat manusia dalam prospektif yang lebih luas untuk mendapatkan yang terbaik dari hasil investasi. Mahmood, et al (2016) menyebutkan tiga keterampilan wajib untuk membuat keputusan

investasi yang efektif adalah keterampilan visi positif, pandangan ke depan, tekad dan energi. Investor berbeda dari satu sama lain karena faktor demografi mereka, misalnya, sosial ekonomi latar belakang, kualifikasi, usia, jenis kelamin, dll. Hal ini sulit bagi pemegang saham untuk membuat pilihan yang cocok atas dasar keputusan yang dibuat oleh investor lain. Oleh karena itu, tidak ada tingkat optimum dari keputusan yang paling cocok untuk semua orang. Para investor dan calon investor yang termasuk dalam pelaku pasar saham diasumsikan akan mengambil keputusan sesuai dengan hasil analisis rasional yang dilakukan.

Teori keuangan konvensional menggunakan beberapa asumsi yang berkaitan dengan berbagai rasionalitas. Asumsi tersebut menganggap bahwa investor berperilaku rasional, yang artinya keputusan yang diambil didasarkan pada informasi yang relevan. Individu yang membuat keputusan yang tidak rasional akan mengalami hasil yang buruk sehingga investor yang rasional akan memilih untuk investasi jika return yang diharapkan dapat menutupi semua biaya yang dikeluarkan (Grossman *et al*, 1980). Investor dianggap selalu termotivasi untuk memaksimisasi utilitas dengan sikap yang selalu menghindari risiko *(risk averse)* dalam pengambilan keputusan investasi, sehingga semua keputusan diambil berdasarkan keputusan yang rasional, tidak ada ruang untuk keputusan yang tidak rasional dan tidak ada penyimpangan yang ditemukan di pasar saham menjadikan pasar saham benar-benar merupakan pasar yang efisien.

Sebaliknya perspektif ilmu keuangan modern mempunyai pandangan bahwa investor memiliki *bounded rationality*, investor memiliki kecenderungan

untuk mencari kesenangan atau kebanggaan dalam bertindak (Olsen, 2001), dan dalam perolehan informasi, investor dianggap memiliki keterbatasan dalam pemrosesan karena adanya kendala kogitif (Tversky *et al*, 1986), yang cenderung bertindak heuristik dalam pengambilan keputusan (Hirshleifer, 2001). Di samping itu, investor diasumsikan memahami resiko, sehingga tidak semua investor bersikap menghindari resiko (Slovic *et al.,* 2004).

Perilaku keuangan mempelajari cara manusia secara aktual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan, khususnya mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan (Nofsinger, 2001). Dalam teori keuangan terdapat paparan teori yang dapat membantu investor untuk memaksimalkan keputusannya dalam mengelola kekayaan mereka. Akan tetapi, pada prakteknya efek psikologis investor dapat menghambat penerapan teori-teori keuangan dengan benar karena faktor psikologi dapat menyebabkan kesalahan dan sering kali menyebabkan kerugian yang sangat mahal. Apakah perilaku investor optimis atau pesimis terhadap informasi, menjadi fenomena yang terus berkembang. Penelitian terus berlanjut karena temuan penelitian yang belum terjadi kesesuaian. Seperti temuan Kaestner (2006), Frieder (2008) dan Alwathaini (2012) menjelaskan bahwa perilaku investor optimis atau pesimis disebabkan oleh kecenderungan investor yang berperilaku *heuristic*. Penelitian Bernard dan Thomas (1989, dan 1990) dan Abarbanell dan Bernard (1992) yang mengungkapkan bahwa investor dan analis bersikap pesimistis terhadap perubahan laba.

Perilaku investor dalam pengambilan keputusan banyak dibahas dalam teori *behavioral finance*. Menurut Nofsinger dan Hirscey (2008) *behavioral finance* adalah studi tentang kesalahan kognisi dan emosi dalam pengambilan keputusan keuangan yang dapat menyebabkan keputusan investasi investor menjadi buruk. Sedangkan Olsen (1998) mengungkapkan bahwa *behavioral finance* berusaha memprediksi pasar keuangan yang berfokus pada penerapan prinsip psikologi dan ekonomi sebagai pengembangan dalam proses pengambilan keputusan keuangan. Teori yang erat kaitannya dengan ilmu ekonomi modern ini telah berkembang pesat melalui berbagai penelitian berkaitan dengan teori-teori psikologi kognisi dengan menggunakan beberapa asumsi yang berkaitan dengan rasionalitas.

Menurut Barberis *et al* (2003), teori *behavioral finance* menjelaskan investor bertindak irrasional dalam proses pengambilan keputusan. Aspek kognitif dan bias pada psikologi investor terkait dengan apa yang dipercaya dan dipilih. De Bondt (2004) melihat teori *behavioral finance* sebagai model yang menerapkan kognitif psikologi untuk menjelaskan pasar dan perilaku investor. Teori ini banyak ditentang oleh beberapa pihak, karena teori ini berbeda dengan teori hipotesis pasar efisien. Terdapat dua asumsi dalam pengambilan keputusan investasi, yaitu keputusan rasional dan keputusan tidak rasional yang diambil berdasarkan prediksi masa depan. Investor rasional akan mengambil keputusan investasi berdasarkan analisa informasi yang diperolehnya, sedangkan investor tidak rasional mengambil keputusan investasi berdasarkan prediksi masa depan dan cenderung mengambil keputusan berdasarkan faktor psikologi (Waweru *et al*, 2008).

Teori *behavioral finance* berasumsi bahwa data keuangan bersama-sama dengan aspek pasar akan mempengaruhi pilihan keputusan investasi oleh investor yang akan mempengaruhi kinerja investasi. Karena, mekanisme penalaran dalam pengambilan keputusan investasi tidak semata-mata berdasarkan rasionalitas yang mengharapkan semua investor akan berpikiran rasional dalam melakukan analisis data dan informasi yang tersedia untuk membuat keputusan investasi rasional yang dapat meningkatkan kesejahteraan. Menurut Kengatharan *et al* (2014) beberapa faktor yang mempengaruhi perilaku investor dalam memilih dan menentukan keputusan investasi di pasar saham antara lain *herding*, *heuristic* dan sikap terhadap risiko (*prospect*).

Heuristic merupakan suatu proses reduksi informasi untuk menghindari terlalu banyaknya informasi atau jalan pintas penialian terhadap suatu fenomena untuk dijadikan acuan dalam penyelesaian masalah (Robbins dalam Purwanto 2006). Waweru et al (2008) mengatakan bahwa heuristik cukup bermanfaat dalam memprediksi kemungkinan probabilitas atau penilaian pada saat menghadapi tekanan waktu. Heuristik memudahkan individu membuat pengambilan keputusan, terutama di lingkungan yang kompleks dan kondisi yang tidak pasti. Kahneman dan Tversky (1982) menyarankan investor mempercayai beberapa strategi atau peran *rules of thumb* (aturan yang sudah biasanya) yang memudahkan investor dalam membuat keputusan. Strategi yang sederhana ini disebut dengan heuristik.

Herding merupakan perilaku investor yang tidak rasional, karena investor mendasarkan keputusan investasinya bukan dengan melihat landasan

fundamental ekonomi dari suatu aset beresiko, namun dengan melihat tindakan investor lain pada keadaan yang sama, maupun mengikuti konsesus pasar. Dalam perspektif perilaku, herding bias menyebabkan beberapa bias emosional, termasuk kesesuaian, congruity dan konflik kognitif. Menurut Kallinterakis, *et al.* (2010) untuk beberapa kondisi, *herding* bisa bermanfaat dalam mengevaluasi kinerja profesional karena mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik dengan mengikuti perilaku yang baik. Wamae (2013) menemukan hasil bahwa *herding* memiliki dampak positif dan signifikan pada pengambilan keputusan investasi. Kengatharan (2014) juga telah menemukan bahwa perilaku *herding* memiliki berdampak positif pada pengambilan keputusan investor.

Sikap investor terhadap risiko perdagangan sangatlah beragam. Investor yang berperilaku rasional akan menanggapi risiko berdasarkan pemikiran bahwa jika keputusan investasi diprediksi akan menimbulkan kerugian, maka keputusan tersebut tidak akan diambil. Namun, banyak investor yang berperilaku tidak rasional dalam merespon risiko yang akan terjadi. Perilaku bias investor dan calon investor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan salah satunya adalah sikap investor terhadap resiko (*prospect*) menurut Kahneman dan Tversky (1974). Pemikiran yang lahir dari teori prospek Kahneman dan Tversky (1974) menyatakan bahwa investor tidak selalu berfikir rasional karena investor berfokus pada subyektivitas pengambilan keputusan yang dipengaruhi oleh sistem nilai investor. Investor bisa saja mengambil resiko tinggi namun tidak diikuti dengan keuntungan yang tinggi seperti yang di harapkan. Hal tersebut menandakan bahwa

terdapat bias yang melekat pada pelaku investasi yang dipengaruhi oleh factor-faktor psikologis saat memutuskan pilihan.

Teori prospek memprediksi jika investor berani berisiko (*risk seeking*) dalam domain rugi (kemungkinan untung nol atau merugi adalah sama), maka investor akan menahan lebih lama saham tertentu. Investor menahan *loser* karena dia beranggapan bahwa rasa sakit akibat kerugian lebih lanjut lebih kecil daripada rasa senang akibat pengejaran kembali harga pembelian saham (Shefrin *et al*, 1984). Sebaliknya, jika investor enggan berisiko dalam domain untung, dia akan menjual saham untuk memperoleh untung yang pasti daripada berspekulasi menahan saham dengan kemungkinan yang sama untuk memperoleh laba yang lebih tinggi atau malah harga saham mengarah jatuh kembali ke harga pembelian. Oleh karena itu perlu dilakukan pengkajian terhadap biasnya perilaku investor, karena biasnya perilaku investor dan calon investor akan membetuk pilihan individu terhadap keputusan keuangan di perusahaan dan pasar saham.

1.2 Rumusan Masalah

1. Apakah perilaku *Herding* berpengaruh positif terhadap Kinerja Investasi?
2. Apakah perilaku *Heuristic* berpengaruh positif terhadap Kinerja Investasi?
3. Apakah Sikap Investor terhadap Risiko berpengaruh positif Kinerja Investasi?

1.3 Tujuan penelitian

1. Mendapatkan bukti empiris apakah perilaku *Herding* merupakan faktor yang berpengaruh terhadap Kinerja Investasi

2. Mendapatkan bukti empiris apakah perilaku *Heuristic* merupakan faktor yang berpengaruh terhadap Kinerja Investasi
3. Mendapatkan bukti empiris apakah Sikap Investor terhadap Risiko merupakan faktor yang berpengaruh terhadap Kinerja Investasi.

1.4 Manfaat penelitian

Penelitian ini diharapkan mempunyai manfaat penting, baik bagi praktisi, penentu regulasi maupun akademisi. Manfaat tersebut adalah:

a. Ditemukannya bukti yang berkaitan dengan perilaku pelaku pasar saham, khususnya investor dan calon investor dalam pengambilan keputusan investasi, yaitu perilaku *herding, heuristic*, dan sikap terhadap risiko perdagangan, serta hubungan dan pengaruhnya terhadap kinerja investasi
b. Diperolehnya sumbangan pemikiran dalam menyempurnakan regulasi yang sudah ada, berkaitan dengan perilaku pelaku pasar saham, khususnya investor dan calon investor dalam pengambilan keputusan investasi, yaitu perilaku *herding, heuristic*, dan sikap terhadap risiko perdagangan
c. Diperolehnya pemahaman atau bukti baru yang mendukung keberadaan dan perkembangan teori akuntansi keuangan, antara lain teori *behavioral finance* dan teori prospek.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasa*n* Teori

2.1.1 *Behavioral Finance*

Behavioral finance merupakan aplikasi psikologi para pelaku keuangan (Shefrin, 1998). Sedangkan menurut Nofsinger dan Hirschey (2008) bahwa perilaku keuangan merupakan studi tentang kesalahan kognisi dan emosional dalam pengambilan keputusan keuangan yang dapat menyebabkan keputusan investor menjadi buruk. Investor menyadari bahwa faktor psikologis dalam diri yang mempengaruhi keputusannya dalam mengambil keputusan.

Menurut Shefrin (1998) ada tiga asumsi dalam *behavioral finance* yang menggambarkan bidang keuangan secara psikologi, yaitu (1) asumsi bahwa para pelaku keuangan konsisten terhadap kesalahan yang diperbuat karena mereka selama ini melakukannya, yang dikenal dengan *rules of thumb* (aturan-aturan yang biasanya ada); (2) asumsi bahwa pertimbangan suatu masalah melibatkan persepsi para pelaku keuangan terhadap risiko dan *return*; (3) asumsi bahwa ada bias harga yang telah terbentuk disebabkan oleh luasnya nilai fundamental,

sehingga terbentuk pasar yang tidak efisien. Maka dari itu, *behavioral finance* sangat penting bagi para praktisi dan pelaku pasar karena akan membantu mengurangi kesalahan dengan cara memberikan mereka sinyal-sinyal kewaspadaan atau mengingat kesalahan tersebut untuk tidak terulang kembali (Sitinjak 2013).

Behavioral finance memperlihatkan secara psikologi kepada para pelaku keuangan , seperti perilaku konsisten terhadap *ruless of thumb* (aturan yang sudah biasanya), pertimbangan risiko dan imbal hasil, serta luasnya aspek fundamental yang menyebabkan terbentuknya pasar yang tidak efisien (Shefrin, 1998). Kesimpulan yang dapat diambil dari teori-teori tentang *behavioral finance* adalah bagaimana para investor individu mengambil keputusan yang tepat.

2.1.2 Kinerja Investasi

Perilaku bias adalah perilaku yang menyebabkan kecenderungan pencapaian kegagalan menurut Shefrin (2007). Hal ini membawa dampak kepada individu termasuk investor dalam pengambilan keputusan yang akan membawa pengaruh terhadap kinerja investasi. Pengambilan keputusan yang didasari dengam pemikiran yang tidak rasional (bias) dianggap akan menghambat pertumbuhan kesejahteraan investor dan bahkan pertumbuhan perusahaan karena menghasilkan kinerja investasi yang tidak sesuai dengan yang diharapkan (Kafayat, 2014). Banyak bukti yang menunjukkan bahwa investor cenderung berperilaku bias di pasar saham, seperti penelitian yang dilakukan oleh Kallinterakis *et al*, (2010), Wamae (2013) dan Kengatharan (2014)

yang meneliti tentang pengaruh *bias* perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar saham.

2.1.3 Herding

Perilaku *herding* di pasar saham diidentifikasi sebagai kecenderungan perilaku investor untuk mengikuti tindakan orang lain. Dalam perspektif perilaku, *herding* bisa menyebabkan beberapa bias emosional, termasuk kesesuaian, *congruity* dan konflik kognitif. Investor mungkin lebih menyukai *herding* jika mereka percaya bahwa *herding* dapat membantu mengolah dan menghasilkan informasi yang berguna dan terpercaya. Dalam beberapa hal, *herding* bisa bermanfaat dalam evaluasi kinerja profesional karena mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik dengan mengikuti perilaku dalam kelompok yang lebih baik (Kallinterakis *et al*, 2010). Wamae (2013) menemukan hasil bahwa *herding* memiliki dampak positif dan signifikan pada pengambilan keputusan investasi. Kengatharan (2014) juga telah menemukan bahwa perilaku *herding* memiliki berdampak positif pada pengambilan keputusan investor.

2.1.4 *Heuristic*

Tversky dan Kahneman (1974) mendefinisikan *heuristic* sebagai *rules of thumb*, yang memudahkan individu membuat pengambilan keputusan, terutama di lingkungan yang kompleks dan kondisi yang tidak pasti (Ritter, 2003). *Heuristic* cukup bermanfaat dalam memprediksi terhadap probabilitas atau penilaian pada saat menghadapi tekanan waktu (Waweru *et al*, 2008). Akan tetapi terkadang *heuristic* menimbulkan

kesalahan (bias), seperti yang dijelaskan oleh Kahneman dan Tversky (1974). Beberapa faktor yang mengarah pada perilaku *heuristic* antara lain adalah *anchoring* dan *ajustment*, *representativeness*, *availability* dan *overconfidence*.

a. Avaiability

Avaiability adalah *cognitive heuristic* yang ditandai dengan adanya kecenderungan untuk mengandalkan informasi yang sudah tersedia. Dalam membuat suatu keputusan, individu mengandalkan kemudahan berdasarkan pengalaman atau informasi masa lalu yang dianggap bisa untuk menilai probabilitas suatu kejadian (Tversky *et al*, 1974). Chiodo *et al*, (2003), telah menemukan bahwa kesimpulan yang dibuat dapat menyebabkan kesalahan terhadap ekspektasi. Perilaku tersebut bisa sangat berbahaya berkaitan dengan keputusan investasi yang dibuat.

b. *Representativeness*

Representativeness adalah *cognitive heuristic* yang ditandai oleh kecenderungan individu dalam mempertimbangkan pengambilan keputusan berdasarkan pada karakteristik yang menjadi wakil dari seluruh fenomena terlepas dari apakah karakteristik tersebut berhubungan dengan fenomena atau tidak. Menurut Tversky dan Kahneman (1974) *representativeness heuristic* digunakan oleh individu dalam beberapa konteks, misalnya melakukan penilaian atau analisis dalam kondisi ketidakpastian.

c. *Anchoring* dan *Ajustment*

Anchoring dan *ajustment* adalah *cognitive heuristic* yang muncul dari kecenderungan individu dalam melakukan peramalan yang dimulai dengan informasi awal yang dimiliki kemudian melakukan penyesuaian pada ramalan awal secara berurutan sampai pada ramalan terakhir. Ramalan awal yang dimiliki (*anchor)* mungkin berasal dari berbagai sumber, seperti perhitungan, nilai tertentu yang diberikan, nilai sekarang atau rata-rata historis. Ramalan tersebut sebagai dasar pengambilan keputusan keuangan menyebabkan penyimpangan perilaku investor terhadap konsep rasionalitas.

Penggunaan *anchoring* dan *ajustment* dapat menyebabkan investor melakukannya konsekuensi berikut, antara lain yaitu;

- Saat membuat ramalan pasar secara umum, para investor cenderung tetap menggunakan informasi awal, nilai pasar saat ini.
- Informasi awal mencegah investor dan analis saham menyesuaikan dengan informasi baru, yang menyebabkan selalu menggunakan peramalan semula.
- Tingkat return saham sekarang digunakan sebagai informasi awal untuk meramalkan kenaikan atau penurunan nilai aset.
- Keadaan ekonomi negara atau perusahaan tertentu dapat berfungsi sebagai informasi awal peramalan prospek masa depan. informasi awal yang dimiliki merupakan bias yang

secara umum bisa terjadi dan akan mempengaruhi pengambilan keputusan investasi keuangan.

d. *Overconfidence*

Overconfidence merupakan *cognitive heuristics* dimana investor cenderung terlalu yakin atas kemampuan untuk memilih dan memprediksi pilihan tersebut akan berhasil. Kondisi ini normal sekaligus memcerminkan kepercayaan diri seseorang untuk mendapatkan sesuatu.

2.1.5 Sikap Investor terhadap Risiko

Sikap investor dalam menanggapi risiko perdagangan sangatlah beragam. Investor yang rasional akan menanggapi resiko berdasarkan pemikiran bahwa jika keputusan investasi diprediksi akan menimbulkan kerugian, maka keputusan tersebut tidak akan diambil. Akan tetapi, banyak investor yang berperilaku tidak rasional dalam merespon resiko yang bakal terjadi. Hal ini dijelaskan oleh teori prospek yang berfokus pada subyektivitas pengambilan keputusan yang dipengaruhi oleh sistem nilai investor (Kahneman *et al*, 1976). Teori prospek yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979) yang berfokus pada pengambilan keputusan subjektif yang mempengaruhi sistem nilai investor (Filbeck *et al*, 2005). Teori prospek menjelaskan beberapa keadaan pikiran yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan individu termasuk *regret aversion, loss aversion* dan *mental accounting* (Waweru *et al*, 2003). Regret aversion adalah emosi yang terjadi setelah seseorang melakukan kesalahan. Investor menahan *loser* karena dia

beranggapan bahwa rasa sakit akibat kerugian lebih lanjut lebih kecil daripada rasa senang akibat pengejaran kembali harga pembelian saham (Shefrin *et al*, 1984). Sebaliknya, jika investor enggan berisiko dalam domain untung, dia akan menjual saham untuk memperoleh untung yang pasti daripada berspekulasi menahan saham dengan kemungkinan yang sama untuk memperoleh laba yang lebih tinggi atau malah harga saham mengarah jatuh kembali ke harga pembelian. Mental accounting adalah istilah yang mengacu pada proses dimana orang memikirkan dan mengevaluasi transaksi keuangan mereka. Investor dapan mengatur portofolio mereka kedalam akun terpisah.

2.2 Penelitian Terdahulu

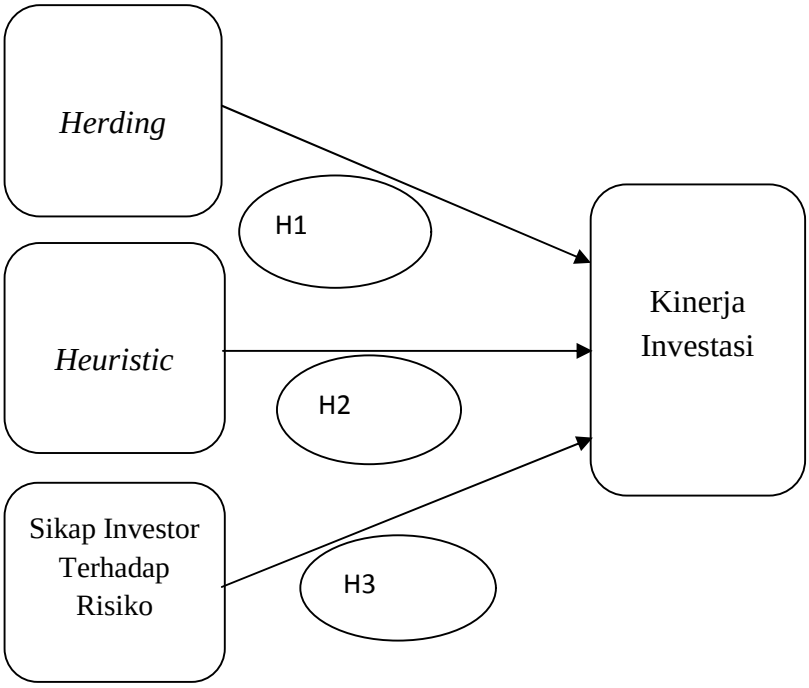
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Uraian Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Mahmood, Rehana, Syed & Irum Saba (2016) *The Effects of Heuristics, Prospect and Herding Factors on Investment Performance*	Heuristik dan Herding berpengaruh positif dengan kinerja investasi. Propek berpengaruh negatif, menunjukan dampak dari perilaku irasional agen pada kinerja investasi.
2.	Gozalie, Stephanie & Njo Anastasia (2015) Pengaruh Perilaku *Heuristics* dan *Herding* terhadap Keputusan Investasi Properti Hunian	Perilaku bias heuristics *(anchoring, gambler's fallacy, representativeness,* dan *availability)* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Sedangkan *overconfidence* dan *herding* tidak signifikan pengaruhnya terhadap keputusan investasi.

3.	Prosad, J. M, Sujata K dan Jhumur S (2015) *Behavioral biases of Indian investors: a survey of Delhi-NCR region*	Perilaku bias dipengaruhi oleh usia, profesi dan frekuensi perdagangan. Perilaku o*verconfidence* menjadi perilaku bias yang paling banyak dimiliki oleh investor india, dilanjutkan dengan *optimism, herding* dan *disposition effect.*
4.	Kengatharan, L., Kengatharan, N (2014) *The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investorsof Colombo Stock Exchang*	Perilaku bias investor dan calon investor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan, antara lain adalah *herding, heuristics,* dan sikap investor terhadap risiko*(prospect).* Volume jual beli saham, dan kecepatan perilaku *herding* tidak berpengaruh terhadap kinerja investasi.
5.	Wamae, J. N (2013) *Behavioural factors influencing investment decision in stock market: A survey of investment banks in Kenya*	*Herding* memiliki dampak positif dan signifikan pada pengambilan keputusan investasi.
6.	Sitinjak dan Imam Ghazali (2012) *The Investor Indonesia Behavior on Stock Investment Decision Making: Dispocition Effect, Cognition and Accounting Information*	Ada pengaruh interaksi antara efek disposisi, aspek kognisi dan informasi akuntansi. Keputusan investasi dipengaruhi oleh seberapa besar efek disposisi, aspek kognisi dan informasi akuntansi.
7.	Lin, Huci-Wen (2011) *Elucidating the Influence of Demographics and Psychological Traits on Investment Biases*	Ada empat sifat kepribadian yang berkaitan dengan bias perilaku keuangan yakni: *Neurotocis, Extroversion, Openness, Conscientiousness dan Overconfidence*

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka tinjauan pustaka yang telah diuraikan di atas, maka konsep penelitian ini dapat digambarkan seperti berikut ini:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh *Herding* terhadap Kinerja Investasi

Investor yang cenderung memiliki keinginan untuk mengikuti keramaian atau meniru investor lainnya di pasar saham menyebabkan pasar menjadi tidak stabil, harga terdorong membentuk *excess volatility* (kelebihan volatilitas). Hal ini menyebabkan pasar menjadi tidak efisien karena harga saham tinggi bukan disebabkan oleh adanya informasi yang berkualitas namun karena adanya perilaku *herding* ini yang menyebabkan keramaian trading. Dalam perspektif perilaku, *herding* bisa menyebabkan beberapa bias emosional, termasuk kesesuaian, *congruity* dan konflik kognisi.

Investor mungkin lebih menyukai *herding* jika mereka percaya bahwa *herding* dapat membantu mengolah dan menghasilkan informasi yang berguna dan terpercaya.

Studi yang dilakukan oleh Lin (2011) mengeksplorasi hubungan antara sifat-sifat psikologi, demografi, Efek Disposisi, *herding* dan *overconfidence,* untuk para investor individu di Pasar Modal Taiwan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada empat sifat kepribadian yang berkaitan dengan bias perilaku keuangan yakni: *Neurotocism* yang signifikan berkaitan dengan efek disposisi dan *herding*; *Extroversion* yang signifikan berkaitan dengan *herding* dan *overconfidence*; *Openness* yang signifikan berkaitan dengan *herding* dan *overconfidence*; *Conscientiousness* yang signifikan berkaitan dengan efek disposisi dan *overconfidence*. Namun ada sifat kepribadian yang tidak signifikan berhubungan dengan *herding* dan *overconfidence*, yaitu sifat kepribadian *agreeableness* (cirinya: ramah, menghindari konflik, kecenderungan menghormati orang lain, dan percaya kepada orang lain). Pada penelitian Kengatharan (2014) perilaku bias *herding* volume jual beli saham, dan kecepatan perilaku *herding* tidak berpengaruh terhadap kinerja investasi. Hasil Penelitian yang dilakukan Mahmood, Rehana, *et al* (2016) Herding berpengaruh positif dengan kinerja investasi. Berdasarkan uraian di atas maka dibangun hipotesis sebagai berikut:

H1 : *Herding* berpengaruh positif terhadap Kinerja Investasi

2.4.2 Pengaruh *Heuristic* terhadap Kinerja Investasi

Behavioral finance menurut Shefrin (1998) memperlihatkan secara psikologi para pelaku keuangan, seperti konsisten terhadap *ruless of thumb*, pertimbangan risiko dan imbal hasil, serta luasnya aspek fundamental yang menyebabkan terbentuknya pasar yang tidak efisien. Kahneman dan Tversky (2002) menyarankan investor mempercayai beberapa strategi atau peran *rules of thumb* yang memudahkan investor dalam membuat keputusan. Strategi yang sederhana ini disebut dengan heuristik. Menurut Kothari (2001) pelaku pasar secara terus-menerus mengekspos informasi dari berbagai data yang diterima, mulai dari data keuangan kuantitatif, berita keuangan di media, opini sosial dan rekomendasi. Semua informasi diproses dan menjadi sesuatu yang kompleks, sehingga selama proses membuat suatu keputusan banyak orang praktisi di pasar modal menggunakan heuristik (Kothari, 2001).

Heuristik cukup bermanfaat dalam memprediksi kemungkinan probabilitas atau penilaian pada saat menghadapi tekanan waktu (Waweru *et al*, 2008). Heuristik memiliki peraturan standar implisit secara langsung dalam membuat keputusan. Bazerman (1998) juga mengatakan dengan adanya heuristik, seorang investor dapat sukses dalam membuat suatu keputusan karena keputusan yang diambil menjadi lebih akurat. Sesuatu dengan frekuensi yang besar akan lebih mudah membentuk heuristik, dibanding dengan frekuensi yang sedikit. Akan tetapi, *heuristics* terkadang menimbulkan kesalahan (bias), seperti yang diungkapkan oleh Kahneman dan Tversky (1974) bahwa terdapat tiga faktor yang menyebabkan bias,

yaitu *risk atitude* (sikap akan risiko), *mental accounting*, dan *overconfidence* (kepercayaan diri yang tinggi). Beberapa faktor yang mengarah pada perilaku *heuristics*antara lain adalah *anchoring* dan *ajustment, representativeness, availability* dan *overconfidence*.

Pada penelitian Gozalie, Stephanie dkk (2015) perilaku bias heuristics *(anchoring, gambler's fallacy, representativeness,* dan *availability)* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian Kengatharan (2014) perilaku bias investor dan calon investor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan, antara lain adalah *herding, heuristics*, dan sikap investor terhadap risiko*(prospect).* Berdasarkan uraian di atas maka dibangun hipotesis sebagai berikut:

H2 : *Heuristic* berpengaruh positif terhadap Kinerja Investasi

2.4.3 Pengaruh Sikap Investor akan Risiko terhadap Kinerja Investasi

Pemikiran yang lahir dari teori prospek Kahneman dan Tvesky (1976) bahwa investor tidak selalu berpikir rasional. Investor berfokus pada subyektivitas pengambilan keputusan yang dipengaruhi oleh sistem nilai investor. Bisa saja investor mengambil risiko tinggi namun tidak diikuti dengan keuntungan yang tinggi seperti yang diharapkan. Hal ini menandakan bahwa ada bias yang melekat pada pelaku investasi yang dipengaruhi oleh faktor-faktor psikologis saat menentukan pilihan. Investor secara subyektif membingkai hasil atau transaksi dalam pikiran mereka yang mempengaruhi tingkat kepuasan yang berasal dari pegembalian.

Kerugian dan penyesalan menjadi motivasi dasar untuk apa yang muncul menjadi perilaku irasional investor. Kahneman dan Tvesky (1976) memberikan sebuah teori yang menjelaskan pengambil keputusan berperilaku ketika dihadapkan dibawah ketidakpastian. Investor cenderung menurun dari bagian tanggung jawab pribadi mereka dalam keputusan investasi mereka. Hal ini merupakan fenomena investor akan cenderung *gambling*, trader akan cenderung berpegang pada kehilangan posisi dengan harapan bahwa harga akan bermanfaat pada akhirnya.

Kengatharan (2014) memiliki hasil dimana perilaku bias investor dan calon investor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan, antara lain adalah *herding*, *heuristics*, dan sikap investor terhadap risiko *(prospect).*penelitian Mahmood, Rehana dkk (2016) Propek berpengaruh negatif, menunjukan dampak dari perilaku irasional agen pada kinerja investasi. Berdasarkan uraian di atas maka dibangun hipotesis sebagai berikut :

H3 : Sikap Investor Terhadap Risiko berpengaruh positif terhadap Kinerja Investasi

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Menurut Indriantoro dan Supomo (2012), populasi adalah sekelompok orang, kejadian, atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu. Sedangkan sampel merupakan bagian atau elemen dari populasi yang akan diteliti dan memiliki karakteristik dari populasi itu.

Populasi penelitian ini adalah seluruh investor yang aktif melakukan transaksi dalam perdagangan di Bursa Efek Indonesia. Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*, dengan karakteristik investor adalah investor yang telah melakukan transaksi dalam perdagangan di bursa saham paling sedikit selama 1 tahun.

3.2 Data Penelitian

3.2.1 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitan ini adalah data primer. Data primer merupakan sumber data penelitian yang diperoleh secara langsung dari sumber asli atau tidak melalui media perantara (Indriantoro dan Supomo, 2012). Data primer secara khusus dikumpulkan oleh penulis untuk menjawab pertanyaan penelitian. Data primer dapat berupa opini subyek (orang) secara individual atau

kelompok, hasil observasi terhadap suatau benda (fisik), kejadian atau kegiatan, dan hasil pengujian. Data primer dalam penelitian ini diperoleh dari jawaban kuesioner yang diberikan kepada responden yang berisi kumpulan pertanyaan atau pernyataan tentang persepsi responden terhadap kinerja investasi, *heuristic*, *herding* dan sikap investor terhadap risiko.

Masing-masing item pada pernyataan dalam kuesioner diukur dengan menggunakan skala likert 1 sampai 5, dengan poin jawaban 1 menunjukkan skala yang dikategorikan sangat tidak setuju dan poin jawaban poin 5 menunjukkan skala yang dikategorikan sangat setuju. Kuesioner disajikan dalam bentuk hard copy dan soft copy. Kuesioner disebarkan dengan cara mengrimkan lansung kepada calon responden melalui surat elektronik, pos/sejenisnya maupun media sosial kepada investor langsung atau broker masing-masing perusahaan sekuritas.

3.3 Operasional Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan dua jenis variabel, yaitu variabel bebas, dan variabel terikat. Variabel perilaku *heuristic,* perilaku *herding,* dan sikap investor terhadap resiko, merupakan variabel independen, sedangkan variabel kinerja investasi merupakan variabel dependen.

Indikator	**Pertyataan Terdahulu**	**Pernyataan Baru**
Heuristic	Saya percaya bahwa keterampilan dan pengetahuan dari pasar saham dapat membantu saya untuk mengungguli pasar.	Saya percaya bahwa keahlian dan pengetahuan tentang pasar saham yang saya miliki bisa membantu saya dalam mengungguli

		investor lain di pasar.
	Saya mengandalkan pengalaman sebelumnya di pasar untuk investasi saya berikutnya.	Saya mengandalkan pengalaman yang saya miliki sebelumnya di pasar saham untuk menentukan investasi saya berikutnya
	Saya akan meramalkan perubahan harga saham di masa depan berdasarkan harga saham baru-baru ini.	Saya meramalkan perubahan harga saham di masa depan berdasarkan harga saham sekarang (akhir-akhir ini)
	Saya biasanya dapat mengantisipasi akhir yang baik atau buruk kembali pasar di Bursa Efek.	Saya memiliki reaksi yang berlebihan pada saat terjadi perubahan harga saham
Herding	keputusan investor lain memilih jenis saham berdampak pada keputusan investasi saya.	Keputusan investor lainnya dalam memilih jenis saham mempengaruhi keputusan investasi saya
	keputusan investor lain dari volume saham berdampak pada keputusan investasi saya.	Volume pembelian saham yang dilakukan oleh investor lain mempengaruhi keputusan investasi saya
	keputusan investor lain tentang membeli dan menjual saham berdampak pada keputusan investasi saya.	Keputusan investor lainnya dalam aksi jual beli saham mempengaruhi keputusan investasi saya
	saya biasanya bereaksi dengan cepat dengan perubahan keputusan investor lain dan ikuti reaksi mereka terhadap saham pasar.	Saya biasanya bereaksi cepat terhadap perubahan keputusan investasi dari investor lain dan mengikuti reaksi mereka di pasar saham
Sikap Terhadap Resiko	Setelah keuntungan sebelumnya, saya lebih mencari	Setelah keuntungan pada investasi sebelumnya, anda

	resiko dari biasanya.	memilih untuk melakukan investasi yang lebih berrisiko dari pada biasanya.
	Setelah kerugian sebelumnya, saya menjadi lebih risk averse.	Setelah kerugian sebelumnya, saya menjadi lebih menghindari risiko
	saya menghindari menjual saham yang mengalami penurunan nilai dan siap menjual saham yang telah meningkat dalam nilai.	Saya menghindari untuk menjual saham pada saat harga saham mengalami penurunan dan siap menjual saham pada saat harga saham mengalami peningkatan
Kinerja Investasi	Tingkat pengembalian investasi saham saya baru-baru ini sesuai harapan.	Tingkat pengembalian saham dari investasi saya terakhir sesuai dengan harapan saya
	Tingkat pengembalian saya sama dengan atau lebih tinggi dari tingkat pengembalian rata-rata pasar.	Tingkat pengembalian saham saya sama dengan atau lebih tinggi dari rata-rata tingkat pengembalian pasar.
	Saya merasa puas dengan keputusan investasi saya pada tahun lalu (termasuk jual, beli, memilih saham, dan memutuskan volume saham).	Saya merasa puas dengan keputusan investasi saya pada akhir tahun (termasuk penjualan, pembelian, pilihan saham, dan penentuan volume saham).

Sumber: Mahmood, *et al (*2016) dengan penyesuaian

3.4 Analisis Data

Penelitian ini menggunakan alat untuk analisis data adalah *partial least square (PLS),* yang mampu menguji hubungan antara variabel dependen dan variabel independen (Hartono dkk, 2014), dengan metode statistika *Structural Equation*

Model (SEM). Dipilihnya SEM-PLS sebagai alat uji dikarenakan SEM memiliki fleksibilitas yang lebih tinggi bagi peneliti untuk menghubungkan antar teori dan data menurut Ghozali (2014). PLS juga dapat digunakan untuk mengkonfirmasi teori, tetapi dapat juga digunakan untuk menjelaskan ada atau tidaknya hubungan antar variabel laten. Oleh karena lebih menitik beratkan pada data dan dengan prosedur estimasi yang terbatas, maka mispesifikasi model tidak begitu berpengaruh terhadap estimasi paramater.

3.5 Uji Validitas

Pengujian ini bertujuan untuk memastikan apakah isi kuesioner sudah tepat untuk mengukur instrumen penelitian, dengan menggunakan PLS dapat dilihat dari pengujian validitas *convergent* dan *discriminant*. *Convergent Validity* dinilai berdasarkan besarnya nilai *loading* yang menunjukkan korelasi antara *item score* dengan *construct score* (Ghozali, 2014). Nilai *loading refleksive* dikatakan tinggi jika berkorelasi lebih dari 0,70 dengan konstruk yang ingin diukur dan ini sangat direkomendasikan, namun demikian untuk penelitian tahap awal nilai *loading* 0,5 sampai 0,6 dianggap cukup (Chin, 1998 dalam Ghozali, 2014). Dalam penelitian ini nilai *loading* > 0,50 dianggap baik. Selain itu *convergent validity* dinilai dengan melihat nilai AVE (*Average Variance Extracted*). Jika nilai AVE > 0,50 maka dikatakan model memiliki nilai *Convergent validity* yang baik (Henseler et al, 2009).

3.6 Uji Reliabilitas

Uji reliabilitas bertujuan untuk mengetahui sejauh mana konsistensi alat ukur yang digunakan, sehingga bila alat ukur tersebut digunakan kembali untuk

meneliti obyek yang sama dengan teknik yang sama dengan waktu yang berbeda, maka hasil yang diperoleh tetap sama. Suatu instrumen dikatakan reliabel jika nilai *Composite Realibility Measure* > 0,70 dan *Cronbach Alpha* > 0,70.

3.6.1 Pengukuran Model Struktural

Setelah analisis pengukuran model dilakukan, tahap selanjutnya yang dilakukan adalah pengukuran model struktural atau *inner model*. Model pengukuran dilakukan penilaian terhadap reliabilitas dan validitas pada variabel penelitian sebagai hubungan antara indikator dengan variabel laten. Terdapat tiga kriteria untuk menilai model pengukuran, yaitu: *convergent validity*, *discriminant validity*, dan *composite reliability* (Hartman, 2008).

Model struktural digunakan untuk mengukur seberapa baik nilai observasi yang dihasilkan model dan juga estimasi parameternya. Model struktural dievaluasi dengan menggunakan koefisien determinasi atau R^2 untuk konstruk dependen dan *Stone-Geisser-Q-Square* atau Q^2 untuk mengatahui apakah model memiliki *Predictive Relevance*. Interpretasi R^2 sama dengan interpretasi pada regresi yaitu untuk menilai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Sementara Q^2 mengukur seberapa baik nilai observasi dihasilkan oleh model dan juga estimasi parameternya. Nilai $Q^2 > 0$ menunjukkan bahwa model memiliki *predictive relevance*. Besaran *Q-squa*re memiliki nilai dengan rentang $0 < Q^2 < 1$, dimana semakin mendekati 1 berarti model semakin baik (Ghozali, 2014).

3.6.2 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pengaruh langsung dengan menggunakan SEM-PLS dapat dilakukan dengan melihat nilai probabilitas dan nilai t-statistik (Ghozali, 2014).

Menguji hipotesis dapat dilihat dari nilai t-statistik dan nilai probalilitas. Untuk pengujian hipotesis menggunakan nilai statistik maka untuk alpha 5% nilai t-statistik yang digunakan adalah 1,96. Sehingga kriteria pendukung atau tidak pendukung Hipotesis adalah Ha diterima dan H0 ditolak ketika t-statistik > 1,96. Untuk mendukung atau tidak mendukung Hipotesis menggunakan probabilitas maka Ha di terima jika nilai p < 0,05.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini telah menguji bagaimana pengaruh bias perilaku yang diwakili oleh variabel *herding*, heuristik dan sikap terhadap risiko terhadap kinerja investasi. Berdasarkan hasil penelitian maka dapat kami ambil beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. *Herding* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja investasi. Hasil ini dapat dimaknai bahwa investor cenderung mengikuti perilaku investor lainnya dalam menentukan keputusan investasi sehingga mempengaruhi kinerja investasinya.
2. Heuristik berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja investasi. Hasil ini dapat dimaknai bahwa investor berperilaku heuristik dengan mengikuti pendapat sendiri atau kebiasaan pada umumnya untuk dijadikan pertimbangan dalam mengambil keputusan investasi yang akan mempengaruhi kinerja investasinya.
3. Sikap terhadap risiko tidak berpengaruh terhadap kinerja investasi. Hasil

ini berarti walaupun investor berperilaku *herding* dengan mengikuti perilaki investor lainnya dan berperilaku heuristik dengan mengikuti pendapat sendiri maupun kebiasaan pada umumnya namun investor tetap berfikir rasional terhadap risiko.

5.2 Keterbatasan

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini sebagai berikut :

1. Kerangka penelitian ini hanya terbatas pada pengaruh variabel independen *herding*, heuristik dan sikap terhadap risiko terhadap variabel dependen kinerja investasi. Sementara masih ada beberapa model kerangka penelitian lain yang bisa menguji hubungan bias perilaku terhadap kinerja investasi

2. Responden penelitian ini hanya terbatas pada investor di pasar saham Indonesia atau sektor keuangan saja tidak termasuk investor pada sektor riil. Sehingga tidak bisa membandingkan apakah terdapat perbedaan hasil pengaruh bias perilaku terhadap kinerja investasi di kedua sektor investasi tersebut.

5.3 Saran

Saran yang diusulkan peneliti untuk penelitian selanjutnya di bidang yang sama ialah agar peneliti dapat menguji pengaruh bias perilaku investor dengan menggunakan pendekatan wawancara. Dengan pertimbangan menggunakan kuesioner terstuktur atau wawancara dari sampel beragam.

DAFTAR PUSTAKA

Atif Kafayat., 2014. Interrelationship of Biases: Effect Investment Decisions Ultimately. *Theoretical and Applied Economics* XXI 6(595), 85-110.

Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The journal of Finance*, *55*(2), 773-806.

Chin, W. W. (1998). *The Partial Least Squares Approach to Structural Equation Modeling. Modern Methods for Business Research*, 295, 336

Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.

Ghozali, Imam. 2014. *Structural Equation Modeling, Metode Alternatif dengan Partial Least Square (PLS)*, Edisi 4. Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro

Hair, Jr., Joseph F., et. al. (2011). Multivariate Data Analysis. Fifth Edition. New Jersey: Pretience Hall, Inc.

Gozalie, Stephanie & Njo Anastasia. 2015. Pengaruh Perilaku Heuristics dan Herding terhadap Keputusan Investasi Properti Hunian, *Finesta* Vol.3, No.2.

Hartono, J. (2015). Teori Portofolio Dan Analisis Investasi. *Yogyakarta: Bpfe-*Yogyakarta.

Henseler, J., Ringle C M., dan Rudolf R S. 2009. The Use Of Partial Least Squares Path Modeling In International Marketing. *Emerald JAI Press*, pp.277-319

Javed, M. A., Marghoob, S., 2017. The Effects of Behavioural Factors in Investment Decision Making at Pakistan Stock Exchanges. *Journal Of Advanced Research in Bussiness and Management Studies 7*, 103-114

Kahneman, D., & Tversky, A. (1972). Subjective probability: A judgment of representativeness. *Cognitive Psychology, 3*, 430-454.

Kahneman, D., Tversky, A. (1979). "Prospect theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47(2), pp. 63-91

Kallinterakis, V., Munir, N. dan Markovic, M. R. 2010. Herd Behavior, Illiquidity, and Extreme Market States: Evidence from Banja Luka. *Journal of Emerging Market Finance*, *9*,(3), 305–324.

Kengatharan, L., Kengatharan, N., 2014. The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting* 6(1), 1-23.

Kim, Kenneth A dan Nofsinger, John R. 2008. Behavioral Finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal 16*.

Lin, Huci-Wen. 2011. Elucidating the Influence of Demographics and Psychological Traits on Investment Biases, *World Academy od Science, Engineering and Technology,* Vol. 77, pp. 145-150.

Mahmood, Rehana, Syed Syafqat & Irum. 2016. The Effects of Heuristics, Prospect and Herding Factors on Investment Performance. *Pakistan Journal of Sosial Sciences.* Vol. 36, No 1, pp 475-484.

Pompian, M. M. (2006). *Behavioral finance and wealth management:how to build optimal portfolios that account for investor biases*. New York: John Wiley & Sons.

Ritter, J. R. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, *11*(4), 429-437.

Sekaran, Umar. 2009. *Reasearch Methods For Business (Metodologi Penelitian Untuk Bisnis).* Penerbit Salemba Empat, Jakarta (119 - 124).

Sembel, Roy. 2011. Overconfidence and Excessive Trading Behavior: An Experimental Study. *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 7.

Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance. Decisions that Create Value,* McGraw-Hill/Irwin: New York

Tan, L., Chiang, T. C., Mason, J. R. & Nelling, E. (2008). Herding behavior in Chinese stock markets: An examination of A and B shares. *Pacific-Basin Finance Journal*, *16*(1-2), 61–77.

Tversky, A., Kahneman, D., 1974. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 1124±1131.

Wamae, J. N., 2013. Behavioural factors influencing investment decision in stock market: A survey of investment banks in Kenya. *International Journal of Social Sciences and Entrepreneurship* 1(6), 68-83.

Waweru, N., M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, *1*(1), 24-41.