PERILAKU *OVERCONFIDENT* DALAM MEMPREDIKSI HARGA SAHAM DI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA : *SELF DECEPTION THEORY* DALAM STUDI KSPERIMENTAL

DISERTASI

Oleh

WINDA RIKA LESTARI

NPM. 1531041011

PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2022

PERILAKU *OVERCONFIDENT* DALAM MEMPREDIKSI HARGA SAHAM DI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA : *SELF DECEPTION THEORY* DALAM STUDI KSPERIMENTAL

Oleh

WINDA RIKA LESTARI

Disertasi

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
DOKTOR

Pada

Program Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi Dan Bisnis

PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2022

ABSTRAK

PERILAKU *OVERCONFIDENT* DALAM MEMPREDIKSI HARGA SAHAM DI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA : *SELF DECEPTION THEORY* DALAM STUDI EKSPERIMENTAL

Oleh

Winda Rika Lestari

Tujuan penelitian ini untuk menguji secara empiris perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfidence* tinggi (IOT) dan investor *overconfidence* rendah (IOR) di sesi Pra-Pembukaan perdagangan, sesi Pemberian Panduan Prediksi, sesi Berita bagus, dan sesi berita buruk di Pasar Modal Syariah Indonesia. Teori yang digunakan dalam menguji hipotesis penelitian ini adalah Teori *Self deception* (Teori Penipuan Diri) dan Teori Keuangan Keperilakuan (B*ehavior Finance*), dan hasil- hasil penelitian sebelumnya.

Jenis penelitian ini menggunakan eksperimen kuasi dengan *two group pretest-post test design*. Desain penelitian ini merupakan campuran antara *between* dan *within subject design*. Desain penelitian ini juga mengklasifikasikan investor menjadi tiga kelompok berdasarkan skor terlalu percaya diri (overconfidence), yaitu *Overconfidence* tinggi, *overconfidence* moderat, dan *overconfidence* rendah. Sampel saham adalah Indek JII 30 tahun 2020, Sampel Responden mahasiswa FEB IIB Darmajaya yang lolos uji Kalibrasi tingkat *overconfidence*. Eksperimen dilakukan dalam 9 sesi dalam waktu 4 jam. Uji hipotesis menggunakan *one way Anova*, *independent sample t test*, dan *Paired sample t test*.

Keterbaruan penelitian ini adalah menguji investor berperilaku *overconfidence* terjadi di pasar modal syariah dalam memprediksi harga saham dengan metode eksperimen, dan membuktikan *self deception theory* (teori Penipuan diri) pada investor di pasar modal syariah. Hasil analisa menemukan bahwa investor *overconfidence* tinggi (IOT) secara konsisten melakukan kesalahan prediksi harga saham lebih tinggi dibandingkan investor *overconfidence* rendah (IOR) di sesi Pra-pembukaan, sesi Berita Bagus dan sesi Berita Buruk. Investor mengkonfirmasi teori penipuan diri. Tetapi pada sesi pemberian panduan prediksi, IOT menjalani proses belajar yang baik dan mampu menurunkan kesalahan harga sahamnya. IOT konsisten lebih besar volume perdagangannya. Dan penelitian ini menegaskan bahwa investor *overconfidence* tinggi tidak selalu mengalami kerugian perdagangan.

Kata kunci : Perilaku overconfidence, teori penipuan diri, kesalahan prediksi harga saham, volume perdagangan, laba rugi perdagangan.

ABSTRACT

OVERCONFIDENT BEHAVIOR IN PREDICTING STOCK PRICES IN THE INDONESIAN SHARIA CAPITAL MARKET: SELF DECEPTION THEORY IN EXPERIMENTAL STUDIES

By

Winda Rika Lestari

The aim of this research is to empirically test the difference Islamic stock price prediction errors between the high overconfident investor (HOI) and lower overconfident investor (LOI) in the pre-opening trading session, giving prediction guide session, good news session, and bad news session in the Indonesian Islamic Capital Market. The theories used in testing this research hypothesis are the theory of self-deception, the theory of behavioral finance, and the results of previous studies.

This type of research uses a quasi-experimental with a two-group pretest-posttest design. This research design is a mixture of between and within-subject design. The design of this study classifies the investors into three groups based on the overconfidence score namely high overconfidence, moderate overconfidence, and low overconfidence. The stock sample is the JII Index 30 in 2020, the respondent sample is FEB IIB Darmajaya students who pass the overconfidence level calibration test. The experiment was run in 9 sessions for 4 hours. The hypothesis testing used *one way Anova*, *independent sample t test*, dan *Paired sample t test*.

The novelty of this study is to test the investors' overconfidence behavior that occurs in the Islamic capital market in predicting stock prices with the experimental method and to prove the self-deception theory on investors in the Islamic capital market. The result of the analysis found that the high overconfidence investor (HOI) consistently makes higher stock price prediction errors than the low overconfidence investor (LOI) in the pre-opening session, good news session, and bad news session. The investors confirm the theory of self-deception. However, during the prediction guide session, HOI underwent a good learning process and is able to reduce the stock price errors. HOI has a larger trading volume consistently. And this research confirms that high overconfident investors do not always experience trading losses.

Keywords: Overconfidence behavior, self-deception theory, stock price prediction errors, trading volume, trading profit and loss.

Judul Disertasi	:	**PERILAKU OVERCONFIDENT DALAM MEMPREDIKSI HARGA SAHAM DI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA : SELF DECEPTION THEORY DALAM STUDI EKSPERIMENTAL**
Nama Mahasiswa	:	**WINDA RIKA LESTARI**
Nomor Pokok Mahasiswa	:	**1531041011**
Program Studi	:	**Program Doktor Ilmu Ekonomi**
Fakultas	:	**Fakultas Ekonomi dan Bisnis**

MENYETUJUI

Komisi Pembimbing

Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc. **NIP. 196004261987031001**	**Promotor**	**(.....)**
Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E. **NIP. 196308311989032002**	**Co Promotor**	**(.....)**

Mengetahui

Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi

Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
NIP. 196109041987031011

MENGESAHKAN

1. **Tim Penguji**

Ketua	:	**Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.** **(Penguji Internal – Wakil Dekan Bidang Akademik dan Kerjasama FEB Universitas Lampung)**
Sekretaris	:	**Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.** **(Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung)**
Penguji Luar Komisi Pembimbing	:	**Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M.Si., Akt.** **(Penguji Internal – Wakil Dekan Bidang Akademik dan Kerjasama FEB Universitas Lampung)**
	:	**Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Sc., Akt.** **(Penguji Internal – FEB Universitas Lampung)**
	:	**Prof. Dr. Einde Evana, S.E., M.Si., CA, CPA.** **(Penguji Internal – FEB Universitas Lampung)**
	:	**Prof. Dr. Mohamad Adam, S.E., M.E.** **(Penguji Eksternal – Universitas Sriwijaya)**

2. **Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung**

Dr. Nairobi, S.E., M.Si.
NIP. 196606211990031003

3. **Direktur Program Pascasarjana**

Prof. Dr. Ir. Ahmad Saudi Samosir, S.T., M.T.
NIP. 197104151998031005

4. **Tanggal Lulus Ujian Disertasi: 22 Juni 2022**

SURAT PERNYATAAN

Saya bertanda tangan dibawah ini

Nama : WINDA RIKA LESTARI

NPM : 1531041011

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Program Studi : Doktor Ilmu Ekonomi Judul Disertasi

: Perilaku Pemilihan Anggota Dewan Perwakilan Rakyat Daerah Tingkat Provinsi : Perspektif Kualitas Hubungan Triadik

Dengan ini menyatakan bahwa :

1. Hasil penelitian/disertasi serta sumber informasi atau data adalah benar merupakan hasil karya sendiri dan belum diajukan dalam bentuk apapun kepada perguruan tinggi manapun. Semua sumber data dan informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan dari penulis lain telah dicantumkan dalam daftar pustaka di bagian akhir penelitian/disertasi ini.
2. Menyerahkan sepenuhnya hasil penelitian saya dalam bentuk hardcopy dan softcopy untuk dipublikasikan kepada media cetak ataupun elektronik pada program studi Doktoral Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Tidak akan menuntut ataupun mengganti rugi dalam bentuk apapun atas segala sesuatu yang dilakukan oleh Program Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung terhadap hasil penelitian/disertasi saya.
4. Apabila dikemudian hari ternyata penulisan disertasi ini merupakan hasil plagiat/penjiplakan terhadap karya orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi hukum yang berlaku di Negara Kesatuan Republik Indonesia.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya untuk dapat digunakan sebagaimana mestinya.

Bandar Lampung, 22 Juni 2022

Yang membuat pernyataan,

METERAI TEMPEL 10000 53835AJX635267514

WINDA RIKA LESTARI

PRAKATA

Bismillaahirrohmaanirrohim

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Alhamdulillahi robbil 'alamin, puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah S.W.T. yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga disertasi dengan judul "Perilaku *Overconfident* Dalam memprediksi Harga Saham di Pasar Modal Syariah Indonesia : *Self Deception Theory* dalam Studi Eksperimental" dapat diselesaikan.

Penulisan disertasi ini dimaksudkan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar Doktor Ilmu Ekonomi pada Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Dalam kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesarbesarnya kepada:

1. Bapak Dr. Nairobi, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
2. Bapak Prof. Dr. H. Satria Bangsawan, S.E., M.Si. selaku Ketua Program Pascasarjana Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Lampung.
3. Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc., selaku promotor
4. Ibu Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.Si. selaku co promotor
5. Ibu Prof. Dr. Lindrianasari, S.E., M.Sc.,Akt., selaku komisi penguji.
6. Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E.,M.Si., Akt., C.A., C.P.A selaku komisi penguji.
7. Bapak Prof. Dr. Mohamad Adam, S.E., M.E selaku komisi Penguji eksternal
8. Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si selaku komisi penguji
9. Bapak dan Ibu Dosen Pascasarjana Program Doktor Ilmu Ekonomi yang telah banyak memberikan ilmu pengetahuan yang sangat bermanfaat bagi peneliti.
10. Pengelola dan karyawan Pascasarjana Program Doktor Ilmu Ekonomi yang telah banyak membantu kelancaran perkuliahan.

11. Rektor dan Civitas Akademika Institut Informatika dan Bisnis (IIB) Darmajaya Lampung, yang telah memberikan motivasi dan dukungan dalam penyelesaian studi.
10. Keluarga besarku yang telah memberikan dukungan moril maupun materiil.
11. Sahabat perjuangan PDIE Unila, teman-teman dan semua pihak yang tidak dapat kusebutkan satu persatu. Terima kasih atas semua bantuannya.

Peneliti menyadari bahwa disertasi ini masih jauh dari kesempurnaan, dan akhirnya semoga disertasi ini dapat digunakan sebagai tambahan informasi dan pengetahuan. Semoga Allah SWT memberikan rahmat dan hidayahNya kepada kita semua. Aamiin

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Bandar Lampung, 1 Juni 2022

Peneliti

Winda Rika Lestari

DAFTAR ISI

Halaman

COVER i
ABSTRAK ii
ABSTRACT iii
PERSETUJUAN iv
PENGESAHAN v
PERNYATAAN vi
PRAKATA vii
DAFTAR ISI ix
DAFTAR TABEL xiii
DAFTAR GRAFIK xiv
DAFTAR GAMBAR xv
BAB I PENDAHULUAN i
1.1 Latar belakang i
1.2 Perumusan Masalah 11
1.3 Tujuan Penelitian 12
1.4 Keaslian dan Kebaruan Penelitian 13
1.5 Kontribusi Penelitian 15
BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN PERUMUSAN HIPOTESIS 17
2.1 Kajian Pustaka 17
2.1.1 Keuangan Keperilakuan (*Behavioral Finance*) 17
2.1.2 Pendekatan Rasional 18
2.1.3 Pendekatan Tidak Rasional 19
2.2 Teori Penipuan Diri (Self Deception Theory) 22
2.3 Hubungan Antara Tingkat Keyakinan Dengan Tingkat Pengetahuan 23
2.4 Perilaku Overconfident Dalam Menginterpretasikan dan Mengolah Informasi 26
2.5 Hubungan antara Teori Penipuan Diri (Trivers, 2004) Dengan Teori Distribusi Impresif dan Predictability (Kahneman dan Tversky, 1973) 29
2.6 Model Prediksi 29
2.7 Perilaku Overconfident dalam Mengkoreksi Kesalahan Prediksi 30
2.8 Pasar Modal Syariah di Indonesia 32
2.9 Penelitian Terdahulu 34
2.10 Kerangka Pemikiran 39

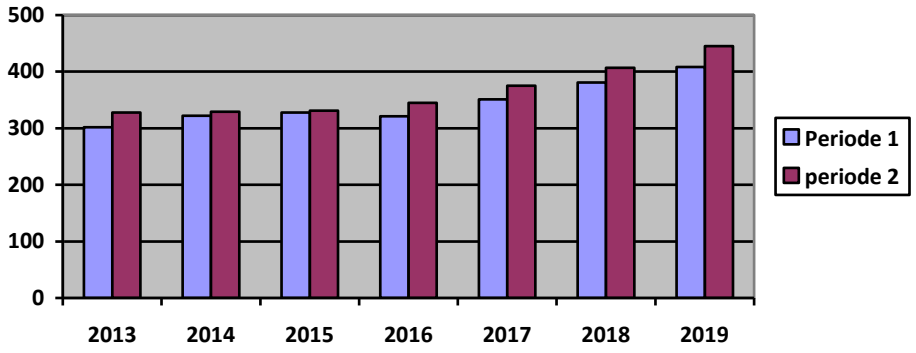
2.11 Pengembangan Hipotesis 40
BAB III METODOLOGI PENELITIAN 51
3.1 Jenis Penelitian 51
3.2 Variabel Penelitian 52
3.2.1 Variabel Dependen 52
3.2.2 Variabel Independen 53
3.3 Prosedur Penelitian Eksperimen 54
3.3.1 Sampel Saham 55
3.3.2 Sampel Partisipan 55
3.3.3 Perlakuan (*Treatment*) 57
3.3.3.1 Panduan Prediksi Saham 58
3.3.3.2 Berita Bagus dan Berita Buruk 58
3.3.4 Desain Sistem *Trading* Saham 61
3.3.4.1 Periode Pertama 62
3.3.4.2 Periode Kedua 63
3.3.4.3 Periode Ketiga 64
3.3.5 Pelaksanaan Pilot *Experiment* 66
3.3.6 Pelaksanaan Eksperimen Sesungguhnya 66
3.3.6.1 Melakukan *setup* laboratorium 66
3.3.6.2 Registrasi 67
3.3.6.3 *Briefing* 67
3.3.6.4 Uji coba 67
3.3.6.5 Pelaksanaan *pilot experiment* dan Eksperimen kuasi 67
3.3.7 Debriefing dan Manipulation Check 68
3.5 Insentif 68
3.6 Model Empiris dan Pengujian Statistik 68
3.6.1 Bentuk model empiris 68
3.6.2 Pengujian hipotesis 69
BAB V SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN 104
5.1 Simpulan 104
5.2 Keterbatasan Penelitian 106
5.3 Saran 106
5.4 Implikasi Penelitian 107
5.4.1 Implikasi Teori 107
5.4.2 Implikasi Metodologi 108
5.4.3 Implikasi praktikal 108
5.4.4 Implikasi Kebijakan 108
5.5 Pengembangan Penelitian Di Masa Datang 109
DAFTAR PUSTAKA 111

BAB I
PENDAHULUAN

1.1 Latar belakang

Pasar Modal syariah telah berkembang di berbagai negara, baik di negara yang mayoritas penduduknya beragama Islam seperti negara dikawasan Timur Tengah, Indonesia, Malaysia, maupun negara yang mayoritas penduduknya non muslim seperti Inggris dan Jerman. Perkembangan pasar modal syariah dapat dilihat dari perkembangan produk syariah seperti sukuk, saham syariah, dan reksa dana syariah. Pada tahun 2017 total sukuk yang telah diterbitkan di dunia sebanyak 2.590 seri dengan total nilai $426 milyar. Ditahun 2018 diterbitkan sebanyak 2.887 sukuk dengan total nilai $470 milyar. Lima negara penerbit sukuk terbesar adalah Malaysia, Uni Emirat Arab, Saudi Arabia, Indonesia, dan Qatar. Untuk produk reksa dana syariah hingga tahun 2017 jumlah reksa dana syariah di dunia sebanyak 1.161 yang bernilai $66,7 milyar dan pada tahun 2018 reksa dana syariah meningkat menjadi 1.292 dengan nilai $67,4 milyar. (Otoritas Jasa Keuangan, Roadmap pasar modal syariah 2020-2024).

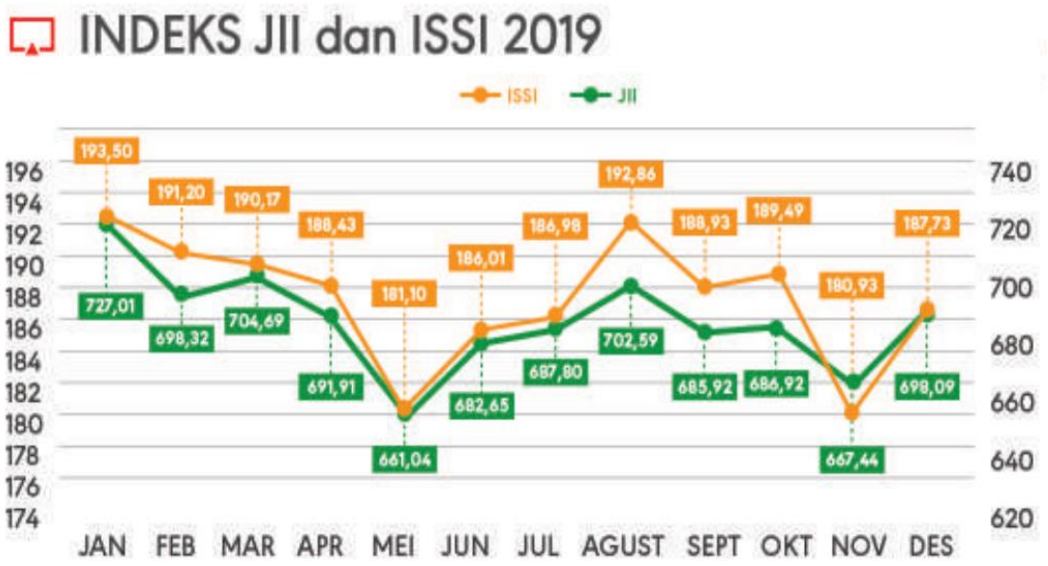
Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia diawali dengan penerbitan reksa dana syariah pada 25 Juni 1997. Selanjutnya diikuti dengan munculnya Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000 dan diterbitkannya obligasi syariah mudharabah pada tahun 2002. Dalam rangka memberikan kepastian hukum, Bapepam-LK menerbitkan paket regulasi pasar modal syariah pada tahun 2006 dan Daftar Efek Syariah (DES) pada tahun 2007. Pada tahun 2008 pemerintah pertama kali menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Selanjutnya untuk memfasilitasi investor yang ingin bertransaksi efek syariah seperti saham syariah dan *Exchange Traded Funds* (ETF) syariah telah diluncurkan *system online trading* syariah pda tahun 2011. Hal ini telah memperkuat infrastruktur pasar modal syariah.



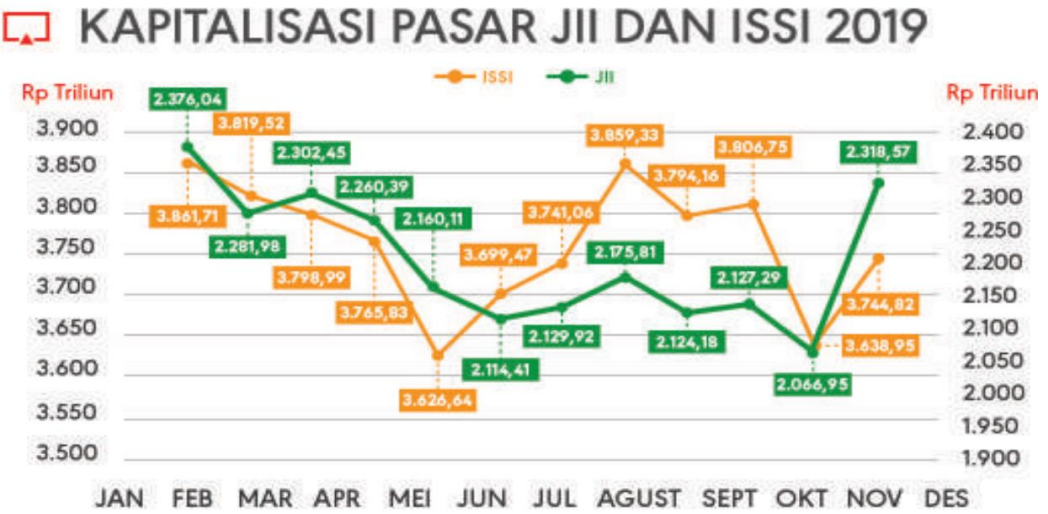
Grafik 1. Perkembangan Saham Syariah Tahun 2019

Jumlah saham syariah pada penerbitan Daftar Efek Syariah (DES) tahun 2019 merupakan jumlah terbanyak sejak pertama kali DES diterbitkan yaitu sebanyak 408 pada periode 1 dan 435 pada periode 2 tahun 2019. Berdasarkan sektor industrinya, mayoritas saham syariah bergerak dalam sector perdagangan, Jasa dan investasi (28,09%). Selanjutnya diikuti sektor Properti, *Real Estate* dan Kontruksi (15,06%), sektor infrastruktur, Utilitas dan Transportasi (12,81%), sector Industri dasar dan Kimia (11,91%), dan sektor-sektor lainnya masing-masing di bawah 10%. Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia hampir selalu diinisiasi oleh para pelaku ekonomi, bukan dari pemerintah. Pola *bottom up* ini menunjukan keinginan yang kuat dari para pelaku pasar untuk mengaplikasikan nilai-nilai *diinul* Islam di bursa saham.

Laporan statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menunjukkan adanya perkembangan yang positif bagi pasar modal syariah sepanjang tahun 2019. Sebagaimana digambarkan pada grafik 1.2 di bawah ini, pada 30 Desember 2019, indeks ISSI ditutup pada level 187,73 poin atau meningkat sebesar 2,03% dibanding akhir tahun 2018. Pada periode yang sama, indeks JII mengalami peningkatan 1,88% jika dibandingkan akhir 2018, yaitu dari 685,22 poin menjadi 698,09 poin. Sepanjang tahun 2019, perkembangan indeks saham syariah baik JII maupun ISSI menunjukkan pergerakan yang fluktuatif. Meskipun kedua indeks pada bulan November mengalami penurunan, namun pada akhir tahun ditutup menguat sebagaimana terlihat pada grafik di bawah ini.



Grafik 2. Perkembangan Pasar JII dan ISSI Tahun 2019



Grafik 3. Kapitalisasi Pasar JII dan ISSI Tahun 2019

Berdasarkan nilai kapitalisasi pasar saham syariah yang dilihat dari Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sepanjang tahun 2019 menunjukkan pertumbuhan yang signifikan sebesar 43,98% dengan nilai kapitalisasi sebesar Rp3.744,82 trilyun. Hal tersebut mengindikasikan adanya peningkatan kepercayaan investor dalam berinvestasi di saham syariah Indonesia.

Konsep kepemilikan aset dalam Islam menegaskan bahwa syariah melarang umatnya untuk memiliki atau mendapatkan keuntungan dengan cara-cara tidak sehat, seperti spekulasi (*gambling*), monopoli, mencuri, *gharar* dan riba

karena dalam setiap kegiatan tersebut terkait unsur kezhaliman. Hal inilah yang kemudian menjadi alasan syariah untuk menetapkan aturan umum rambu syariah berkenaan dengan mekanisme harga dalam pasar modal yang sehat, diantaranya adalah : 1) harga saham benar-benar mencerminkan harga *equilibrium* yang dihasilkan dari proses titik temu antara penawaran dan permintaan yang wajar. Sebagaimana disinyalir dalam al-Quran dalam surat an-Nisa' ayat 29, yang artinya: *"hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku suka sama suka di antara kamu"*. Hal ini menggambarkan bahwa Syariah melarang perlakuan distorsi pasar dengan adanya manipulasi penawaran maupun permintaan melalui sejumlah tindakan spekulatif tertentu; 2) Pelarangan *Ikhtikar* (monopoli atau penumpukan) yaitu melakukan pembelian suatu efek secara besar-besaran agar dapat mempengaruhi secara signifikan terjadinya perubahan harga. Perilaku tersebut tidak bisa diterima oleh logika syariah, dimana disebutkan dalam hadits Rasulullah saw. bahwasanya: *Barangsiapa berupaya melakukan tindakan untuk mempengaruhi harga pasar orang muslim, sehingga harga menjadi naik, maka adalah hak Allah untuk menempatkannya di dalam api neraka pada hari kiamat nanti (HR. Abu Daud dan Tirmidzi);* 3) Pelarangan *Al-jahalah* (asimetrik informasi) dalam proses transaksi jual beli, artinya setiap informasi yang berkaitan dengan saham ataupun *value of the firm* yang mengeluarkan saham tersebut harus didistribusikan secara merata dan transparan. Hal ini mengingat bahwa biasanya hitungan rasio keuangan, nilai penjualan (*sales*), produktivitas dan lainnya adalah faktor-faktor yang dapat mempengaruhi harga saham dan permasalahan asimetri informasi tersebut untuk menciptakan kewajaran harga dalam transaksi pasar syariah. Hal ini ditegaskan Rasul dalam sebuah hadits yang berbunyi: *Nabi melarang jual beli yang mengandung unsur tipu daya." (HR Muslim dan Ahmad).*

Konsep kepemilikan asset dan keuntungan syariah tersebut telah diatur dalam dasar hukum pasar modal syariah di Indonesia yang mengacu pada peraturan otoritas jasa keuangan dan didukung oleh fatwa-fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) serta *screening* saham syariah. Semua perangkat penjaminan yang telah dilakukan pasar modal syariah ditujukan

untuk membuat investor, baik muslim maupun non muslim tenang dalam berinvestasi, memperoleh keuntungan dan risiko sewajarnya, meningkatkan performa atau kinerja dari perusahaan yang termasuk dalam bursa saham syariah, dan mengurangi terjadinya spekulasi di pasar modal. Meskipun dapat dikatakan bahwa budaya muslim memang memainkan peran yang berpengaruh dalam perilaku investasi bagi pemeluk agama, harus ditekankan bahwa tidak setiap muslim mematuhi hukum Islam dan masih didapati muslim yang berinvestasi di sektor yang tidak diperbolehkan menurut hukum Islam (Tahir & Brimble, 2011). Hal ini menggambarkan adanya aspek psikologis yang digunakan investor dalam berinvestasi di pasar modal syariah. Faktanya investor di pasar tidak selalu rasional dalam mengambil keputusan investasi saham, ada faktor lain yang dapat mempengaruhi mereka dalam mengambil keputusan investasi (De Bont & Thaler, 1985).

Setiap investor individu datang dengan tingkat pengetahuan, minat, dan pengalaman investasi tertentu yang mungkin dipengaruhi oleh berbagai faktor, yang mempengaruhi keputusannya (Reilly & Brown, 2011). Salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan investor adalah karakteristik perilaku mereka (misalnya bias perilaku), yang telah dipelajari oleh peneliti keuangan selama dua dekade terakhir. Hasilnya membentuk cabang independen dalam pengetahuan keuangan, yang dikenal sebagai "keuangan keperilakuan". Teori keuangan keperilakuan ini mencoba menggabungkan teori keuangan konvensional dengan teori psikologi untuk menjelaskan mengapa investor berperilaku tidak rasional.

Keuangan keperilakuan umumnya didefinisikan sebagai penerapan psikologi di bidang keuangan. Ilmu keuangan keprilakuan membahas dua topik, keuangan keperilakuan makro yang mendeteksi anomali dijelaskan dalam *Efficiency Market Hypothesis* (EMH), dan keuangan keperilakuan mikro yang mencakup bias psikologis investor individu sebagai lawan perilaku rasional yang disarankan oleh teori ekonomi klasik, teori portofolio dan EMH (Pompian, 2007).

Kegiatan perdagangan saham yang mengandalkan akurasi prediksi dan kecepatan pengambilan keputusan untuk memperoleh keuntungan bukanlah merupakan kegiatan yang mudah dilakukan. Keterbatasan kemampuan kognitif merupakan kendala yang paling utama dalam penentuan prediksi yang akurat dan

cepat. Hogarth (1994) menyatakan bahwa masalah yang paling sulit dalam pengambilan keputusan yang terkait dengan ketidakpastian adalah penentuan prediksi yang akurat. Meskipun dengan memanfaatkan kemampuan dan pengetahuan yang terbatas, mereka harus menyelesaikan masalah kompleks dan probabilistik tersebut.

Bila sebagian besar investor menentukan prediksi dengan kurang akurat maka interaksi dari berbagai harga prediksi tersebut akan membentuk harga pasar yang menyimpang menjauhi harga fundamentalnya sehingga menghasilkan transaksi perdagangan yang merugikan karena investor akan membeli saham dengan harga yang lebih mahal atau menjual saham dengan harga yang lebih murah dibandingkan dengan harga saham yang sebenarnya (harga fundamentalnya), sehingga semakin besar juga risiko yang harus dihadapi investor. Oleh karena itu, upaya yang perlu dilakukan adalah melakukan prediksi dengan meminimumkan tingkat kesalahan sehingga secara keseluruhan akan menurunkan risiko pasar. Selanjutnya, berdasarkan harga pasar yang terbentuk, mekanisme pasar akan mempertemukan semua transaksi beli dan jual berdasarkan urutan prioritas transaksinya sehingga diperoleh transaksi pasar yang sesuai atau cocok (*deal* atau *match*). Transaksi yang sesuai tersebut akan menentukan besarnya perolehan rugi laba perdagangan masing- masing investor.

Aktifitas utama yang dilakukan investor di pasar modal syariah Indonesia adalah menentukan harga prediksi saham dan selanjutnya mengirimkan order beli (jual). Otoritas bursa membuka perdagangan sesi Pra-Pembukaan terlebih dulu untuk menentukan besarnya harga pasar yang menjadi barometer harga di sesi Perdagangan Utama dan selanjutnya perdagangan saham memasuki Perdagangan Utama. Sistem perdagangan di sesi Pra-Pembukaan adalah *batch system process*, dimana investor diberi waktu terbatas untuk menentukan dan mengirim prediksi harga sahamnya. Pada situasi yang sulit, tidak pasti, dan waktu terbatas orang cenderung mengandalkan tingkat pengetahuan dan akurasi informasi yang dimilikinya. Perdagangan saham di pasar modal syariah dengan segala perangkat regulasi syariahnya diharapkan tidak menimbulkan bias perilaku dikalangan investor.

Salah satu bias kognitif dalam perilaku keuangan adalah terlalu percaya diri (*Overconfident*). Konsensus psikolog menunjukkan bahwa pada umumnya orang terlalu percaya diri (Candraningrat & Sakir, 2019). Perdagangan saham di pasar modal syariah merupakan kegiatan yang mengandung tingkat ketidakpastian, sehingga fenomena *overconfidence* ini juga bisa terjadi pada saham Syariah dan patut diduga ada investor saham syariah yang memiliki bias perilaku *overconfident*.

Overconfidence adalah kecenderungan individu untuk merasa lebih terhadap pengetahuan mereka, kemampuan, dan ketepatan informasi mereka, atau menjadi terlalu optimis tentang masa depan dan kemampuan mereka untuk mengontrolnya (Ackert, *et al* 2015). Fenomena terlalu percaya diri/*overconfident* adalah kecenderungan para pengambil keputusan untuk melebih-lebihkan ketepatan pengetahuan mereka (Lichtenstein, *et al*. 1982; Camerer, *et al.* 1999; Kruger & Dunning, 2002). Beberapa peneliti telah menyatakan bahwa orang yang kurang pengetahuan mungkin sekali terlalu percaya diri atau *overconfident* (Burson, *et al*. 2006; Moore & Cain, 2007). *Overconfidence* akan membuat investor menjadi *overestimate* terhadap pengetahuan yang dimiliki oleh investor itu sendiri (Nofsinger, 2005). Dalam literatur keuangan, beberapa efek dirangkum dalam konsep *overconfidence*, yaitu kesalahan perhitungan, efek yang lebih baik daripada rata-rata dan ilusi *control* (Michailova & Schmidt, 2016). Moore & Healy (2008) merujuk pada efek ini selanjutnya sebagai *overprecision, overplacement, dan overestimation*. Bias *overconfident* berakar pada distorsi yang dihasilkan dari ketersediaan informasi, optimisme, kecenderungan egosentris atau bias tinjau balik (Williams & Gilovich, 2008) atau juga kecenderungan untuk menghubungkan kesuksesan diri sendiri daripada yang lain (Schroeder *et al*., 2016).

Bukti penelitian empiris di pasar saham menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* secara tidak disadari meningkatkan kesalahan prediksi sehingga menciptakan transaksi perdagangan yang merugikan karena akhirnya investor menyadari bahwa mereka membeli saham terlalu mahal atau menjual saham terlalu murah (Camerer *et al.*, 1989; Barber & Odean, 1999). Bukti penelitian empiris menunjukkan bahwa ketika investor berperilaku o*verconfident*, investor

cenderung mengirimkan harga prediksi yang relative tinggi sehingga jauh menyimpang dari harga fundamentalnya. Kegagalan untuk menekan kesalahan prediksi telah menempatkan investor dalam posisi yang merugi (Barber & Odean, 1999, 2000; Raghubir *et al.*, 1999). Penelitian psikologi telah membuktikan bahwa orang yang *overconfident* sebenarnya merupakan orang yang kurang memiliki pengetahuan memadai sehingga prediksinya tidak atau kurang akurat (Lichtenstein & Fischhoff, 1977). Hampir semua temuan psikologi menyimpulkan bahwa perilaku *overconfident* cenderung mendorong pengambil keputusan untuk menentukan prediksi dengan tidak akurat sehingga menghasilkan kesalahan prediksi yang lebih tinggi dibandingkan dengan mereka yang lebih rasional. Mereka berasumsi memiliki kemampuan di atas rata-rata. Kesimpulan ini mengkonfirmasi Teori Penipuan Diri (*Self Deception Theory*) yang dikembangkan oleh (Trivers, 2004).

Investor *overconfident* cenderung membesar-besarkan informasi yang dikumpulkan, melebih-lebihkan informasi dan prediksi mereka serta mengabaikan fakta sebenarnya (Ali & Haseeb, 2019). Menurut Kahneman & Tversky (1977), orang cenderung menentukan prediksi intuitif dengan menghubungkan prediktabilitas dan distribusi impresi, artinya perasaan gembira dan sedih akan mempengaruhi orang dalam menentukan besar kecilnya *magnitude* atau besarnya nilai prediksi. Oleh karena itu, ketika individu menerima sebuah signal berita bagus, nilai prediksinya tidak akan akurat. Ketika memperoleh berita atau informasi buruk, individu yang *overconfident* cenderung menentukan nilai prediksi yang lebih rendah dibandingkan dengan individu yang lebih rasional sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan prediksi yang lebih tinggi (Taylor & Brown, 1988; Russo & Schoemaker, 1992; Palomino & Sadrieh, 2011). Investor menyadari bahwa mereka membeli saham terlalu mahal atau menjual saham terlalu murah, sehingga investor *overconfident* menderita kerugian. Pertukaran informasi yang cepat melalui Internet juga telah mengubah pasar Modal secara global. Komunikasi dan kerjasama antara berbagai investor potensial yang lebih luas dapat dilakukan melalui internet (Shiau *et al.*, 2017). Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa isi informasi berita melalui internet memiliki kekuatan prediksi yang cukup besar atas pergerakan pasar saham diantaranya penelitian

yang dilakukan oleh (Konana, *et al*. 2000; Paniagua & Sapena, 2014; Jin & An, 2016).

Perbedaan tingkat atau level *overconfidence* akan menimbulkan perbedaan dalam menginterpretasikan dan mengevaluasi informasi sehingga akan menghasilkan perbedaan dalam mencari solusi (Griffin & Tversky, 1992). Beberapa penelitian psikologi menunjukkan bahwa orang yang memiliki nilai *overconfidence* relatif rendah (memiliki tingkat pengetahuan tinggi) mampu memprediksi dengan lebih akurat, artinya meskipun hasil prediksinya masih menyimpang dari prediksi standarnya namun penyimpangannya atau kesalahan prediksinya relatif rendah. Sebaliknya, orang yang memiliki nilai *overconfidence* yang relatif tinggi cenderung memprediksi dengan tidak akurat, artinya prediksinya menyimpang jauh dari nilai prediksi standarnya. Perilaku *overconfident* telah menghasilkan prediksi yang tidak akurat sehingga menyebabkan kerugian.

Bukti penelitian juga menyatakan bahwa *Overconfidence* dapat meningkatkan volatilitas pasar (*market volatility*), distorsi harga (*price distortion*), dan volume perdagangan (Yeh & Yang, 2011). Kempf *et al*. (2014) berpendapat bahwa *overconfidence* menyebabkan investor mengambil risiko yang lebih tinggi, melakukan diversifikasi lebih sedikit dan meningkatkan kegiatan perdagangan mereka. Efek lain dari perilaku *overconfidence* adalah perdagangan yang berlebihan atau kecenderungan investor untuk berdagang di pasar saham terlalu banyak (Barber & Odean, 2001; Graham, *et al.* 2006); dan Daniel & Hirshleifer (2015). Investor yang memiliki level *overconfidence* tinggi cenderung lebih sering melakukan perdagangan (Graham, *et al.* 2006; Grinblatt & Keloharju, 2009). Statman, *et al.* (2006) berpendapat bahwa tingkat *overconfidence* memiliki efek positif pada volume perdagangan. Beberapa studi menyimpulkan bahwa *overconfidence* menyebabkan perdagangan yang berlebihan, dan akhirnya menyebabkan penurunan pengembalian atau *return* investor. Daniel *et al*. (1998) juga menyimpulkan bahwa rata-rata perilaku *overconfidence* di pasar keuangan dapat menyebabkan efek yang berbahaya, tetapi dalam beberapa kasus dapat menghasilkan pengembalian atau *return* lebih dari investor yang rasional.

Deaves et al. (2009) dan Odean (1998) berpendapat bahwa perilaku *overconfidence* mengarah ke volume perdagangan yang lebih tinggi dan juga menyebabkan pengembalian/*return* yang lebih rendah. Kemudian Dhaoui et al. (2013) meneliti tentang dampak psikologi investor terhadap pasar saham di Bursa Efek Perancis. Hasilnya menunjukkan bahwa kehadiran investor yang lebih rasional dan lebih *overconfidence* mendorong peningkatan abnormal dalam volume perdagangan, tetapi pengaruh dari investor yang optimis terhadap volume perdagangan lebih signifikan daripada investor yang *overconfidence*. Trinugroho & Sembel (2011) dalam hasil penelitian eksperimennya menunjukkan bahwa investor *overconfident* tinggi memiliki volume perdagangan yang lebih tinggi dibandingkan dengan investor *overconfidence* rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Larrick, *et al.* (1990) dan Bloomfield *et al.*, (1999) menemukan bahwa pemberian *feedback* mampu meningkatkan pengetahuan yang selanjutnya menurunkan tingkat *overconfidence* investor sehingga mampu menurunkan kesalahan harga. Sebaliknya, Kagel & Levin, (2009) menemukan bahwa pemberian *feedback* berupa pelatihan perdagangan saham telah meningkatkan tingkat *overconfidence* sehingga investor cenderung meningkatkan harga pembelian saham yang pada akhirnya menimbulkan transaksi perdagangan yang merugikan.

Bukti empiris lain menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* tidak selalu berakhir dengan kerugian (DeLong, *et al*. 1990; (Hirshleifer & Luo, 2001); Gervais & Odean, 2001). Kufepaksi, (2007) mengungkapkan bahwa investor yang *overconfident* menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang tidak berbeda secara statistik dengan kesalahan harga yang dihasilkan oleh investor yang lebih rasional. Investor *overconfident* memperoleh laba sedangkan investor yang lebih rasional menderita kerugian (Kirchler & Maciejovsky, 2002; Glaser & Weber, 2005). Penelitian mengenai efek *overconfidence* terhadap harga saham dan volume perdagangan yang telah dilakukan di pasar modal negara maju dan negara berkembang telah diungkapkan di atas. Beberapa penelitian *overconfidence* di negara Islam yang menganut pasar modal syariah juga telah dilakukan. Hasil penelitian Alrabadi *et al*., (2011) melihat aspek demografi yang menyebabkan investor *overconfident* dan melakukan keputusan investasi yang merugi di bursa

Aman Yordania. Keputusan investor Pakistan secara signifikan dipengaruhi oleh perilaku *herding* dan bias kepercayaan berlebihan (*overconfidence*) (Qasim *et al*., 2019). Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor perilaku keuangan (*Loss Averse, Overconfidence*, dan *Risk Percept*ion) berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham investor individu di Pasar Saham Saudi (Alquraan *et al.*, 2016). Zaiane & Abaoub, (2010) menemukan investor Tunisia tampaknya terlalu percaya diri dalam kasus-kasus umum dan mengalahkan pasar, usia dan pendapatan tidak berhubungan dengan kepercayaan diri, dan terkait isu gender, perempuan cenderung kurang percaya diri dalam kinerja investasi, sedangkan pria yang terlalu percaya diri cenderung berdagang lebih banyak daripada wanita.

Semakin banyak penelitian muncul dengan fokus pada *overconfidence* investor individu dari pasar maju melalui studi eksperimental dan kuesioner. Namun, bidang ini kurang dieksplorasi di pasar yang sedang berkembang (Zaiane & Abaoub, 2010). Sepanjang pengetahuan peneliti, di Indonesia belum ada peneliti yang membuktikan perilaku *overconfident* investor terhadap prediksi harga di pasar saham syariah Indonesia dengan menggunakan percobaan *quasi-experiment*. Penggunaan *quasi-experiment* ini didasari oleh hasil studi literatur, bahwa dari 100 artikel terindeks scopus (Q1 hingga Q4), peneliti yang menggunakan metode *experiment* sebanyak 13 peneliti, termasuk 2 peneliti asal Indonesia yaitu Kufepaksi (2011) dan Trinugroho & Sembel (2011), namun rata-rata penelitian tersebut menggunakan *experiment* lapangan dan penelitian dilakukan kepada investor pasar modal konvesional. Penelitian ini mengikuti kerangka teoritis (Kufepaksi, 2011; Menkhoff *et al.* 2013; Olsson, 2014; Pikulina *et al.* 2017) dan studi bibliometrik yang telah dilakukan.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan fakta atau bukti empiris tersebut maka isu atau masalah utama yang diangkat dalam penelitian ini menyangkut lima hal pokok yaitu:

1. Apakah terdapat perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfident* tinggi dan investor *overconfident* rendah ketika Pra-Pembukaan perdagangan di pasar modal syariah?
2. Apakah terdapat perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfident* tinggi dan investor *overconfident* rendah setelah

menerima *feedback* berupa panduan prediksi saham di pasar modal syariah?

3. Apakah terdapat perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfident* tinggi dan investor *overconfident* rendah setelah memperoleh berita bagus di pasar modal syariah?
4. Apakah terdapat perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfident* tinggi dan investor *overconfident* rendah setelah memperoleh berita buruk di pasar modal syariah?
5. Apakah terdapat perbedaan volume perdagangan saham syariah antara investor *overconfident* tinggi dan investor *overconfident* rendah di pasar modal syariah?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan umum yang ingin dicapai dalam penelitian eksperimental ini adalah untuk menguji peran perilaku *overconfident* dalam memprediksi harga saham dan aktivitas perdagangan saham sebagai fenomena yang diprediksi oleh Teori Penipuan Diri (*Self Deception Theory*). Perilaku *overconfident* ini dapat dideteksi dari *magnitude* kesalahan dalam memprediksi harga saham. Semakin *overconfident* perilaku investor, semakin tinggi atau banyak kesalahan. Dalam penelitian ini perilaku *overconfident* diklasifikasikan menjadi tiga kategori, yaitu (1) Investor berperilaku *overconfident* tinggi (IOT), (2) investor berperilaku *overconfident* rendah (IOR), dan (3) investor berperilaku *overconfident* moderat (IOM). Tujuan khusus yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Menguji perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfidence* tinggi (IOT) dan investor *overconfidence* rendah (IOR) ketika Pra-Pembukaan perdagangan di pasar modal syariah.
2. Menguji perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah antara investor *overconfidence* tinggi (IOT) dan investor *overconfidence* rendah (IOR) pada saat memperoleh panduan prediksi harga saham di pasar modal syariah.
3. Menguji perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah investor *overconfidence* tinggi (IOT) dan investor *overconfidence* rendah (IOR) sesudah menerima berita bagus di pasar modal syariah.

4. Menguji perbedaan kesalahan prediksi harga saham syariah investor *overconfidence* tinggi (IOT) dan investor *overconfidence* rendah (IOR) sesudah menerima berita buruk di pasar modal syariah.
5. Menguji perbedaan volume perdagangan saham syariah antara investor *overconfidence* tinggi (IOT) dan investor *overconfidence* rendah (IOR) di pasar modal syariah.

Pada pemaparan disertasi ini selanjutnya kalimat investor *overconfidence* tinggi akan menggunakan IOT, investor *overconfidence* moderat menggunakan IOM, dan investor *overconfidence* rendah menggunakan IOR.

1.4 Keaslian dan Kebaruan Penelitian

Penelitian ini menggunakan Teori Penipuan Diri (*Self Deception Theory*) yang dikembangkan oleh (Trivers, 2004) untuk menjelaskan perilaku *overconfident* dalam menentukan prediksi, mengkoreksi harga saham, dan keuntungan saham. Trivers menyatakan jika seseorang secara tidak sadar mempersepsikan dirinya memiliki kemampuan di atas rata-rata dan kemudian pola pikirnya mengarahkan dan mengelola persepsinya ini sedemikian rupa sehingga cenderung mencari informasi yang mendukung perilakunya dan mengabaikan informasi yang bertentangan dengan perilakunya maka dia akan terperangkap pada pembentukan keyakinan yang keliru (*false belief*) yang selanjutnya akan mengarah kepada pembentukan perilaku *overconfident* yang memiliki implikasi "penipuan diri atau *self deception*". Perilaku *overconfident* timbul karena pada umumnya manusia tidak dapat mengontrol kemampuan yang sebenarnya secara sempurna sehingga setiap individu selalu berpikir bahwa mereka lebih baik (lebih pandai, lebih kuat) dibandingkan dengan keadaan mereka yang sebenarnya. Penelitian ini tidak menggunakan Teori Penyesuaian Keyakinan Hogarth (1994) dalam menjelaskan fenomena *overconfident*, karena teori tersebut lebih fokus pada proses pengambilan keputusan *heuristik*. Model keputusan *heuristik* merupakan model keputusan yang didasarkan pada pendekatan atribusi eksternal yang lebih fokus pada cara pandang seseorang dalam memahami perilaku orang lain. Perilaku ini berbeda dengan perilaku *overconfident* yang

didasarkan pada pendekatan atribusi internal yang fokusnya pada cara pandang seseorang dalam memahami perilaku diri sendiri.

Penelitian ini menggunakan metodologi eksperimen yang berbeda dengan Menkhoff *et al*. (2013) dan Pikulina *et al*. (2017), dimana mereka menggunakan eksperimen *online* dan lapangan, partisipan nya terdiri dari investor individu, investor awam, penasehat investasi dan investor institusi. Mereka menggunakan pengukuran *Overconfident* dalam 3 ukuran yaitu *Overestimation* (*miscalibration*), *Overprecision* (*Illution of control*) dan *Overplacement* (*Better than Average*). Penelitian ini juga berbeda dengan Spiwoks & Bizer (2018) yang mengukur *overconfident* menggunakan *Overestimation* dan *overplacement*. Penelitian ini menggunakan pengukuran *overconfident* dengan *Overestimation* (*miscalibration*) yang mengacu pada Klayman *et al.*, (1999), dimana tingkat kepercayaan diri seseorang dapat diidentifikasi melalui tes kalibrasi tingkat kepercayaan. Tes kalibrasi adalah prosedur untuk menguji dan mengidentifikasi kombinasi tingkat pengetahuan dan tingkat kepercayaan yang membentuk tingkat kepercayaan diri seseorang berdasarkan kuesioner tertentu yang dirancang khusus untuk tujuan ini. Nilai *overconfident* memiliki tiga tingkatan: *overconfident* tinggi, *overconfident* sedang dan *overconfident* rendah. Dengan uji kalibrasi tingkat keyakinan ini diharapkan masing-masing kelompok akan menerapkan atau mengimplementasikan karakter perilaku mereka yang berbeda secara konsisten ketika mereka melakukan simulasi perdagangan saham.

Klayman *et al*. (1999) membagi tiga kelompok partisipan yang mewakili investor, namun analisisnya hanya dilakukan terhadap kelompok yang memiliki level *overconfidence* yang tinggi (IOT) dan investor dengan level *overconfidence* yang rendah (IOR). Partisipan yang digunakan dalam penelitian eksperimental ini adalah Calon investor yang belum pernah berinvestasi di pasar modal konvensional maupun syariah. Pasar modal yang akan digunakan adalah pasar modal syariah Indonesia yang diasumsikan tidak memperbolehkan *short selling*.

Variabel dependen yang diuji coba dalam penelitian ini adalah kesalahan prediksi yang ditentukan dengan membandingkan harga prediksi terhadap harga fundamental saham. Penelitian ini menggunakan metode valuasi harga fundamental saham yang berbeda dengan Bloomfield *et al.*, 1999 dan kufepaksi,

2007, dimana mereka menggunakan *relative approach* dengan pendekatan *Price Book Value* (PBV) dan *Price Earning Ratio* (PER). Penelitian ini menggunakan pendekatan *Price Sales Rati*o (PSR), dimana harga fundamental saham ditunjukkan dengan nilai pasar perusahaan dibandingkan dengan kinerja penjualan (Reilly & Brown, 2011). Penggunaan rasio ini karena kekuatan dan konsistensi pertumbuhan penjualan merupakan syarat dalam pertumbuhan suatu perusahaan dan data yang disajikan dalam laporan keuangan berupa informasi penjualan merupakan data yang jarang dimanipulasi dibanding data yang lain.

Penelitian dibidang ilmu keuangan Keperilakuan di Indonesia masih terbatas meskipun penelitian di bidang ini tidak terbilang baru. Peneliti tertarik meneliti perilaku *overconfident* di pasar modal syariah di Indonesia dengan argumentasi bahwa sepanjang pengetahuan peneliti belum pernah dilakukan penelitian mengenai perilaku *overconfident* dengan *setting* pasar modal syariah Indonesia. Peneliti memperoleh referensi penelitian perilaku *overconfident* dengan *setting* pasar modal syariah di Amman, Yordania (Alrabadi, *et al*. 2011), namun penelitian mereka menggunakan metodologi survey dan bukan eksperimen. Qasim *et al*., (2019) meneliti tentang keputusan investor Pakistan secara signifikan dipengaruhi oleh perilaku *herding* dan bias kepercayaan berlebihan (*overconfidence*) dengan pengumpulan data kuesioner. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor perilaku keuangan (*Loss Averse, Overconfidence*, dan *Risk Percept*ion) berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham investor individu di Pasar Saham Saudi dengan metode pengambilan data menggunakan kuesioner (Alquraan *et al*., 2016). Penelitian di Indonesia Agustin & Mawardi, (2015) meneliti perilaku investor muslim dalam bertransaksi saham di pasar modal dengan menggunakan pendekatan qualitative. Rizal & Damayanti, (2019) meneliti Perilaku *Herding* di Pasar modal syariah Indonesia.

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan akan memberi kontribusi teoritis, metodologi maupun kebijakan. Kontribusi teori dari penelitian ini adalah adanya tambahan bukti empiris bahwa pembentukan harga pasar dipengaruhi oleh perilaku *overconfident* yang mencerminkan perilaku penipuan diri. Paradigma teori

keuangan keperilakuan dan paradigma teori pasar efisien bersifat komplementer atau saling melengkapi sehingga kombinasi keduanya dapat menghasilkan solusi yang lebih komprehensif. Selain itu adanya wawasan baru mengenai pengetahuan sistem perdagangan di pasar modal syariah di Indonesia dan perbedaannya dengan pasar modal non syariah di Indonesia.

Kontribusi metodologi dari penelitian ini adalah adanya penggunaan teknik eksperimen dengan setting pasar modal Syariah Indonesia untuk pertama kalinya. Penelitian ini juga menggunakan uji kalibrasi tingkat keyakinan Klayman *et al.*, (1999) untuk mengelompokkan investor ke dalam dua kategori yang berbeda berdasarkan tingkat pengetahuan dan keyakinannya yaitu (1) investor level *overconfident* yang tinggi (IOT) dan (2) investor level *overconfident* yang rendah (IOR). Penelitian ini juga menggunakan valuasi harga saham dengan pendekatan *Price Sales Ratio* (PSR) (Reilly & Brown, 2011).

Kontribusi kebijakan dari penelitian ini adalah bahwa dengan memahami perilaku *overconfident*, investor syariah perlu terus didorong untuk meningkatkan pengetahuan dan mengembangkan pelatihan perdagangan saham untuk mengurangi kemungkinan terjadinya perilaku *overconfident* serta ketidakefisienan pasar modal syariah, sehingga institusi berwenang, dalam hal ini OJK membuat regulasi untuk *awareness* dan pelatihan berkelanjutan untuk meningkatkan kemampuan investor.

BAB II
KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Keuangan Keperilakuan (*Behavioral Finance*)

Sejarah keuangan akademik mencakup tiga era atau masa; keuangan lama, keuangan modern, dan keuangan baru. Di era keuangan lama yang mendominasi dunia hingga pertengahan tahun 1960-an, dimana analisis laporan keuangan dibuat berdasarkan aturan akuntansi. Era keuangan modern; Penerapan CAPM, sejak tahun 1950-an sudah dimulai dikembangkan Hipotesis Pasar Efisien (EMH). Dan pada awal 1990-an dimulailah era keuangan baru, dimana ketidakefisienan pasar coba dibuktikan dengan menggunakan statistik, ekonometrik, dan psikologi. Seperti dapat dilihat bahwa keuangan mulai dipisahkan dari akuntansi di mana ia berakar. Dan di era keuangan baru juga psikologi mulai dipertimbangkan.

De Bondt & Thaler (1990) menyebut perilaku keuangan adalah keuangan berpikiran terbuka, sehingga telah diperhitungkan adanya kemungkinan bahwa beberapa individu dalam perekonomian tidak sepenuhnya rasional. Keuangan perilaku juga dapat dijelaskan sebagai aplikasi psikologi untuk keuangan keperilakuan. Nofsinger (2005) menyatakan bahwa keuangan tradisional berbeda dengan keuangan perilaku, di mana pada keuangan tradisional, model dihasilkan di awal dan kemudian akurasinya diperiksa secara empiris. Dalam Keuangan perilaku, awalnya mengamati pasar keuangan dan setelah itu barulah model dihasilkan. Keuangan keperilakuan merupakan studi tentang kesalahan kognisi dan emosional dalam pengambilan keputusan keuangan yang dapat menyebabkan keputusan investor menjadi buruk.

Shefrin (2001) mengungkapkan bahwa terdapat tiga asumsi dalam keuangan keperilakuan yang menggambarkan bidang keuangan secara psikologi, yaitu sebagai berikut:

(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 Investor menyadari bahwa faktor psikologis dalam diri yang mempengaruhi keputusannya dalam mengambil keputusan (Kim & Nofsinger, 2008; Shefrin, 1998) 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, keuangan keperilakuan 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.

Pengambil keputusan, yang pada dasarnya memiliki kemampuan dan pengetahuan terbatas, seringkali dihadapkan pada suatu masalah yang kompleks dan lingkungan yang probabilistik sehingga mereka sulit mengambil keputusan yang tepat sasaran. Keterbatasan dan bervariasinya tingkat pengetahuan antar pengambil keputusan menimbulkan perbedaan tingkat keyakinan yang memiliki implikasi timbulnya perbedaan dalam menentukan preferensi risiko. Preferensi risiko seorang pengambil keputusan terhadap situasi lingkungan yang beragam akan mempengaruhi perilakunya sehingga menimbulkan kesan bahwa dia berperilaku tidak konsisten. Preferensi risiko menyebabkan pengambil keputusan berperilaku rasional pada situasi tertentu dan berperilaku tidak rasional pada situasi lain (De Bondt & Thaler, 1990).

2.1.2 Pendekatan Rasional

Pendekatan rasional merupakan pendekatan yang digunakan untuk mengambil keputusan yang didasarkan pada prinsip-prinsip rasionalitas. Pendekatan rasional ini menekankan bahwa keputusan yang harus dieksekusi adalah pilihan keputusan yang memberikan *expected utility* terbesar yaitu

alternatif keputusan yang memberikan harapan tingkat keuntungan tertinggi (Hogarth, 1994). Meskipun demikian, konsep e*xpected utility* ini tidak mempertimbangkan bobot risiko sehingga permasalahan akan muncul ketika pengambil keputusan dihadapkan pada masalah yang penuh dengan ketidakpastian yang memiliki konsekuensi risiko.

Setiap pengambil keputusan memiliki preferensi risiko yang berbeda, sehingga masing-masing pengambil keputusan akan memberi respon yang berbeda pula ketika menghadapi situasi atau lingkungan yang tidak pasti yang sejenis. Ketika pengambil keputusan mulai mempertimbangkan risiko maka besar kecilnya risiko yang akan ditanggung sangat ditentukan oleh tingkat kemampuan kognitifnya (pengetahuannya) dalam mengolah dan menginterpretasikan informasi yang digunakan untuk menentukan keputusannya. ketika pembuat keputusan harus membuat pilihan, dia lebih memilih prospek yang menawarkan utilitas yang diharapkan tertinggi (Tversky, 1982).

Menurut De Bondt & Thaler (1990), investor rasional adalah investor yang bersikap obyektif dan mempertimbangkan kondisi yang terjadi saat mengambil keputusan. Bagi mereka yang berpikir rasional, semakin tinggi tingkat pengetahuan yang dimiliki, mereka akan menyadari bahwa semakin banyak hal yang mereka tidak ketahui. Oleh karena itu, mereka cenderung lebih berhati-hati ketika menghadapi situasi yang tidak pasti (penuh risiko) sehingga mereka cenderung menghindari risiko atau cenderung menjadi *risk averter*. Sebaliknya, bagi mereka yang tidak atau kurang rasional, yang pada umumnya adalah orang yang memiliki tingkat pengetahuan relatif rendah, peningkatan level pengetahuan akan diikuti oleh peningkatan level keyakinan sehingga cenderung menjadi *overconfident*. Orang yang *overconfident* tidak menyadari bahwa dirinya menjadi *risk seeker*, orang yang mencari atau menyenangi risiko (Winkler & Murphy, 1968).

2.1.3 Pendekatan Tidak Rasional

Proses pengambilan keputusan yang tidak rasional merupakan proses pengambilan keputusan yang tidak didasarkan pada prinsip-prinsip

rasionalitas. Pendekatan tidak rasional ini dapat dikelompokkan dalam tiga model sebagai berikut:

a. Model Risiko

Salah satu model pengambilan keputusan yang tidak rasional yang dilandasi oleh faktor risiko dijelaskan oleh Teori Prospek (Tversky, 1982). Tversky (1982) menyatakan bahwa dalam kondisi ketidakpastian seorang individu diasumsikan memiliki rasionalitas yang terbatas.

Menurut Teori Prospek, orang cenderung bersifat menghindari risiko (*risk averse*) ketika sedang menikmati keuntungan dan bersifat mencari risiko (*risk seeking*) ketika sedang menderita kerugian. Hal ini membawa implikasi bahwa ketika seseorang harus memilih dalam situasi yang tidak pasti maka dia cenderung akan menjatuhkan pilihan pada alternatif pilihan yang meminimumkan risiko dan penyesalan. Dengan kata lain, orang akan cenderung memilih alternative pilihan yang risikonya lebih kecil meskipun *expected valuen*ya lebih rendah dari pilihan kompetitifnya.

b. Model Heuristik

Pada umumnya, manusia menyadari bahwa dirinya sebagai mahluk hidup yang memiliki keterbatasan kognitif sehingga tidak mampu mengatasi semua permasalahan, apalagi yang sangat kompleks. Bila mereka memaksakan diri untuk menyelesaikan permasalahan di luar batas kemampuannya maka akan timbul konflik karena pengambil keputusan akan dihadapkan pada untung rugi nilai yang ditimbulkan oleh alternatif solusi yang berbeda. Lingkungan sosial yang kompleks yang dikombinasi dengan kemampuan yang terbatas mendorong orang untuk menyusun masalah menjadi lebih mudah dan lebih sederhana sehingga timbul pola pikir *heuristik*, yang mengarah pada proses pengambilan keputusan yang tidak mengikuti prosedur standar atau normatif. Proses pengambilan keputusan secara *heuristik* akan menghasilkan solusi yang bias.

Elliot (1992) menjelaskan beberapa kasus yang akan menyebabkan individu menggunakan *heuristic*. Kasus-kasus tersebut adalah sebagai berikut:

- Ketika individu kelebihan informasi, menjadi lebih sulit untuk memproses informasi,

- Ketika tidak cukup waktu untuk mempertimbangkan suatu subjek,
- Ketika individu tidak ingin mempertimbangkan peristiwa yang tergantung pada kesempatan,
- Ketika individu memiliki sedikit informasi mengenai subjek keputusan yang dibuat.

Menurut Kahneman & Tversky (1977), kecenderungan orang untuk mengambil keputusan secara *heuristik* didorong oleh adanya bias *representativeness, availability* dan *adjustment and anchoring*. Pengambilan keputusan yang didasarkan atas bias keterwakilan (*representativeness*) menunjukkan adanya kecenderungan orang untuk menentukan prediksi berdasarkan tingkat kemiripan suatu peristiwa dengan peristiwa sebelumnya. Dengan kata lain, terjadinya suatu peristiwa merupakan sampel yang menjelaskan populasi peristiwanya. Pengambilan keputusan yang dilandasi oleh *heuristik availability* merupakan proses pengambilan keputusan yang didasarkan pada frekuensi terjadinya suatu peristiwa dalam ingatan seorang pengambil keputusan. Proses pengambilan keputusan didasarkan oleh *adjustment and anchoring* adalah proses pengambilan keputusan yang dimulai dengan menentukan nilai awal dan selanjutnya melakukan penyesuaian yang diperlukan untuk memperoleh nilai final.

c. Model Keputusan *Overconfident*

Model pengambilan keputusan berikutnya adalah model pengambilan keputusan yang dipengaruhi oleh perilaku *overconfident.* Dalam model ini, ketika menghadapi situasi yang tidak pasti, pengambil keputusan tanpa disadari cenderung memberi bobot penilaian yang berlebihan pada pengetahuan dan akurasi informasi yang dimilikinya dan mengabaikan informasi publik yang tersedia. *Overconfidence* merujuk kecenderungan orang untuk melebih-lebihkan ketepatan keyakinan, ramalan, dan kemampuan mereka (Bodie *et al.*, 2013 dan Pompian, 2006). O*verconfidence* sebagai keyakinan yang tidak beralasan dalam penalaran intuitif, penilaian dan kemampuan kognitif seseorang (Pompian, 2006). Menurut Daniel *et al.* (1998), investor yang *overconfidence* melebih-lebihkan ketepatan pengetahuan mereka tentang nilai sekuritas finansial. Mereka membuat definisi investor yang *overconfident*

sebagai orang yang melebih-lebihkan ketepatan sinyal informasi pribadinya, tetapi bukan sinyal yang diterima oleh publik.

Penyimpangan dari teori pasar yang efisien dapat dijelaskan oleh bias perilaku. Salah satu bias itu adalah *overconfidence* ini. *Overconfidence* mengasumsikan individu memiliki kemampuan tak terbatas dalam mengamati dan memproses informasi. Namun, pada kenyataannya individu memiliki kemampuan terbatas dalam memproses informasi dan mereka dapat dipengaruhi oleh bias perilaku.

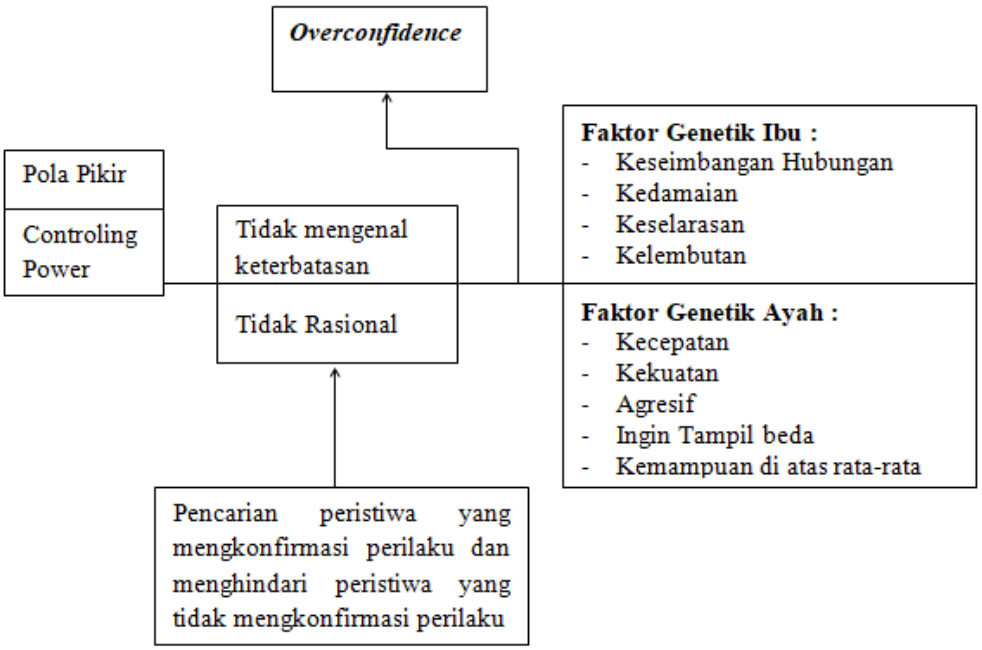
Perilaku ini akan muncul sepanjang orang yang bersangkutan tidak memperoleh umpan balik (*feed back*). Ketika menerima umpan balik, seseorang akan menyadari bahwa dirinya telah melakukan kesalahan. Orang yang bersangkutan akan menyadari bahwa pengetahuan dan akurasi informasi yang sebenarnya dimiliki tidak sesuai dengan keadaan yang dipersepsikannya sehingga sebenarnya dia telah melakukan penipuan diri tanpa disadari.

2.2 Teori Penipuan Diri (*Self Deception Theory*)

Kemampuan kognitif (pengetahuan) individu ketika menginterpretasikan dan mengolah informasi memiliki peran penting dalam membentuk perilaku *overconfident*. Tingkat pengetahuan akan menentukan kepekaan seseorang terhadap informasi yang muncul dan selanjutnya akan mempengaruhi tingkat keyakinannya. Tingat pengetahuan dan tingkat keyakinan seseorang selanjutnya akan mempengaruhi perilakunya. *Self Deception Theory* atau Teori Penipuan Diri Trivers (2004) memprediksi bahwa ketika seseorang secara tidak sadar mempersepsikan dirinya memiliki kemampuan di atas rata-rata dan kemudian pola pikirnya mengarahkan dan mengelola persepsinya sedemikian rupa sehingga cenderung mencari informasi yang mendukung perilakunya maka individu tersebut akan terperangkap pada pembentukan keyakinan yang keliru yang selanjutnya akan mengarah kepada pembentukan perilaku *overconfident* yang berdampak pada "penipuan diri atau *self deception*".

Menurut Trivers (2004), dasar proses psikologis pembentukan perilaku dalam diri seseorang adalah adanya penyangkalan (*denial*) terhadap perilaku negatif dan adanya tendensi untuk mempersepsikan atau mengklaim bahwa dirinya telah melakukan perbuatan positif (*projection*). Selanjutnya, Trivers

(2004) mengatakan bahwa dalam diri manusia sebenarnya terdapat kekuatan karakter positif dan negatif yang saling bersaing untuk menjawab permasalahan yang dihadapi. Karakter negatif dan positif dalam diri seseorang akan menciptakan konflik internal dan menimbulkan aliran informasi yang bias. Pada dasarnya, potensi konflik internal yang lebih kuat dan timbulnya aliran informasi yang bias bersumber pada konflik genetik internal. Perbedaan gen ayah dan ibu, yang masing-masing membawa karakter positif dan negatif, menimbulkan potensi konflik dalam proses pengambilan keputusan dalam diri seseorang. Bila terjadi konflik maka signal penipuan diri akan muncul. Ketika signal penipuan diri muncul maka mekanisme penyangkalan (denial) dan opini diri yang baik (*projection*) akan mewarnai dan mempengaruhi perilaku orang yang bersangkutan.



Gambar 1. Skema pembentukan perilaku overconfident berdasarkan Teori Penipuan Diri

2.3 Hubungan Antara Tingkat Keyakinan Dengan Tingkat Pengetahuan

Tingkat keyakinan merupakan besarnya probabilitas yang mencerminkan penilaian seseorang dalam mengekspresikan kebenaran penilaiannya (Winkler dan Murphy, 1968). Penentuan nilai probabilitas ini dipengaruhi oleh tingkat pengetahuan orang yang bersangkutan. Semakin rendah tingkat pengetahuan,

orang cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada tingkat keyakinannya dengan cara meningkatkan nilai probabilitas kebenaran penilaiannya. Sebaliknya, semakin tinggi pengetahuan, orang cenderung menurunkan tingkat keyakinannya dengan cara menurunkan nilai probabilitas kebenaran penilaiannya. Oleh karena itu, suatu keputusan dinyatakan terkalibrasi sepanjang proporsi penilaian benarnya sama dengan probabilita tingkat keyakinannya. Sebaliknya, keputusan dinyatakan memiliki tingkat kalibrasi yang buruk ketika keputusan tersebut bersifat (1) *overconfident*, yang mencerminkan besarnya proporsi penilaian benar lebih rendah dibandingkan dengan probabilita tingkat keyakinannya (2) *underconfident*, yang mencerminkan besarnya proporsi penilaian benar lebih tinggi dibandingkan dengan probabilita tingkat keyakinannya.

Tingkat *overconfidence* seseorang dapat diidentifikasi melalui uji kalibrasi tingkat keyakinan. Uji kalibrasi tingkat keyakinan adalah suatu prosedur untuk menguji dan mengetahui kombinasi tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan yang membentuk tingkat *overconfidence* seseorang berdasarkan kuesioner tertentu yang didesain khusus untuk maksud atau tujuan tersebut. Tingkat *overconfidence* ini diukur oleh suatu besaran nilai (*score*) *overconfidence* yaitu rata- rata probabilita tingkat keyakinan dikurangi rata-rata prosentase nilai jawaban yang benar. Sepanjang rata-rata probabilita keyakinan lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata proporsi penilaian benarnya maka akan menghasilkan nilai *overconfidence* yang negatif sehingga mencerminkan pembentukan perilaku *underconfident.* Sebaliknya, bila rata-rata probabilita keyakinan lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata proporsi penilaian benarnya maka akan menghasilkan nilai *overconfidence* yang positif, yang mencerminkan perilaku *overconfident* (Klayman *et al.*, 1999).

Nilai *overconfidence* memiliki tiga level yaitu rendah, sedang dan tinggi. Menurut Klayman *et al.* (1999), nilai *overconfidence* positif merupakan kombinasi variasi tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan seperti yang ditampilkan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Klasifikasi Nilai *Overconfidence*

Tingkat Pengetahuan		Tingkat Keyakinan		Nilai *Overconfidence*
Tinggi	+	Rendah	→	Rendah
Sedang	+	Sedang	→	Sedang
Rendah	+	Tinggi	→	Tinggi

Perilaku IOR mencerminkan perilaku investor yang memiliki nilai *overconfidence* rendah dan perilaku IOT mencerminkan perilaku investor yang memiliki nilai *overconfidence* tinggi, sedangkan perilaku IOM mencerminkan perilaku investor yang memiliki nilai *overconfidence* sedang. Dalam penelitian ini menggunakan IOR mencerminkan perilaku investor yang memiliki nilai *overconfidence* rendah dan perilaku IOT mencerminkan perilaku investor yang memiliki nilai *overconfidence* tinggi.

Orang yang memiliki nilai *overconfidence* yang relatif tinggi cenderung memprediksi dengan tidak akurat, artinya prediksinya menyimpang jauh dari nilai prediksi standarnya. Implikasinya adalah bahwa orang yang memiliki nilai *overconfidence* relatif tinggi adalah orang yang tidak atau kurang memiliki pengetahuan yang memadai sehingga menyebabkan tingginya kesalahan prediksi yang akan menimbulkan akurasi prediksi yang relatif rendah (Lichtenstein & Fischhoff, 1977; Lichtenstein *et al*., 1982 ; Hsu & Shiu, 2011). Menurut Pitz (1974), orang yang overconfident pada umumnya tidak menyadari bahwa diri mereka tidak memiliki kemampuan kognitif (pengetahuan) yang memadai untuk melaksanakan tugas tertentu. *Overconfidence* akan membuat investor menjadi *overestimate* terhadap pengetahuan yang dimiliki oleh investor itu sendiri, dan investor melebih-lebihkan kemampuan yang dimiliki (Nofsinger, 2005). Karena perilaku *overconfident* umumnya cenderung memposisikan pengetahuan seseorang terlalu tinggi dan mereduksi tingkat kesulitan yang dihadapi maka orang yang *overconfident* cenderung tidak mengenal ketidakpastian. Mereka selalu mempersepsikan diri mampu mengatasi atau menyelesaikan masalah apapun yang dihadapi. Meskipun demikian, pengetahuannya yang terbatas akan memaksa dan mengarahkannya untuk memberi jumlah alternatif solusi yang relatif sedikit, bahkan cenderung pada solusi tunggal. Kalau mereka merasa memiliki tingkat pengetahuan yang tinggi

tentu mereka akan memberikan banyak solusi alternatif karena semakin tinggi tingkat pengetahuan seseorang maka seharusnya semakin banyak pula alternatif solusi yang ditawarkannya. Hal ini membuktikan bahwa perilaku *overconfident* mencerminkan perilaku penipuan diri.

Hasil penelitian Russo & Schoemaker (1992) menunjukkan bahwa orang yang rasional akan menyadari bahwa dirinya memiliki keterbatasan, artinya semakin tinggi tingkat pengetahuan, semakin sadar bahwa dirinya memiliki keterbatasan pengetahuan dan menyadari bahwa dirinya memiliki banyak kekurangan. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat pengetahuan seseorang akan membuatnya menjadi lebih bijak dan menjadi semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan. Sikap ini akan mengurangi kemungkinan terjadinya perilaku *overconfident*.

2.4 Perilaku Overconfident Dalam Menginterpretasikan dan Mengolah Informasi

Kemampuan kognitif (pengetahuan) seseorang dalam menginterpretasikan dan mengolah informasi memiliki peran penting dalam membentuk perilaku *overconfident*. *Overconfidence* adalah kecenderungan individu untuk merasa lebih terhadap pengetahuan mereka, kemampuan, dan ketepatan informasi mereka, atau menjadi terlalu optimis tentang masa depan dan kemampuan mereka untuk mengontrolnya (Ackert *et al.*, 2015). Tingkat pengetahuan akan menentukan kepekaan seseorang terhadap informasi yang muncul dan selanjutnya akan mempengaruhi tingkat keyakinannya. Tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan seseorang selanjutnya akan mempengaruhi perilakunya.

Hasil penelitian psikologi yang dilakukan oleh Kahneman & Tversky (1977) menunjukkan adanya kecenderungan orang untuk menentukan prediksi intuitif dengan mengaitkan distribusi informasi impresif dengan *predictability* atau nilai prediksi yang diberikan seseorang ditentukan oleh kombinasi antara distribusi informasi impresif dengan *predictability*. Distribusi informasi impresif merupakan sebaran informasi yang menunjukkan sampai seberapa jauh seseorang mampu mengidentifikasi, menilai dan menentukan kandungan informasi yang menyertai suatu peristiwa tertentu yang akan terjadi sebagai informasi yang

favorable (memberi kesan menggembirakan) atau *unfavorable* (memberi kesan menyedihkan). Selanjutnya, sampai seberapa jauh terjadinya suatu peristiwa dapat diprediksi akan menentukan *predictability* peristiwa yang bersangkutan. Tingkat prediksi terjadinya suatu peristiwa memiliki kisaran penilaian dari kesempurnaan prediksi yang dinilai oleh orang yang memiliki tingkat pengetahuan terendah sampai dengan *zero* prediksi yang dinilai oleh orang yang memiliki tingkat pengetahuan tertinggi dari suatu set sampel pengamatan.

Prinsip prediksi secara statistik menunjukkan bahwa nilai prediksi terjadinya suatu peristiwa ada dalam kisaran antara dua nilai prediksi yang ekstrem yang mencerminkan situasi ketidakpastian yaitu antara dua nilai prediksi yang mengarah ke *zero predictability*. Nilai prediksi dikategorikan sebagai *zero predictability* sepanjang nilai prediksi yang diberikan tidak sama dengan nilai yang terjadi. Dengan kata lain, *zero predictability* merupakan dua nilai prediksi ekstrim yang berada di atas dan di bawah nilai yang terjadi ketika ketidakpastian mencapai titik maksimal. Oleh karena kedua nilai prediksi tersebut merupakan nilai ekstrim maka nilai prediksi umumnya akan lebih banyak berada di antara keduanya yang menghasilkan *intermediate predictability* yang bersifat regresif mendekati nilai rata-ratanya. Nilai prediksi dikategorikan sebagai *perfect predictability* sepanjang nilai prediksinya memiliki akurasi yang sempurna artinya nilai prediksi yang diberikan benar-benar terbukti sama dengan nilai yang terjadi. (Kufepaksi, 2007).

Kahneman & Tversky (1979) menyatakan bahwa ketika memperoleh signal informasi yang menggembirakan, seorang yang *overconfident* akan mempersepsikan diri memiliki tingkat pengetahuan yang tinggi sehingga menilai informasi tersebut sebagai informasi yang pasti terjadi dengan harapan akan mencapai *perfect predictability*. Oleh karena itu, dia cenderung menentukan nilai prediksi yang menggembirakan yaitu nilai prediksi di atas prediksi rata-rata. Sebaliknya, ketika memperoleh signal informasi yang menggembirakan, seorang yang lebih rasional (dalam penelitian ini adalah *overconfident* rendah) akan menilai informasi tersebut sebagai informasi yang tidak pasti (*intermediate predictablity*) sehingga dia cenderung menentukan nilai prediksi yang lebih rendah yaitu di antara prediksi menggembirakan dan prediksi rata-rata. Kahneman

dan Tversky (1979) juga menyatakan bahwa ketika memperoleh signal informasi yang menyedihkan, seorang yang *overconfident* tinggi akan mempersepsikan diri memiliki tingkat pengetahuan yang tinggi sehingga menilai informasi tersebut sebagai informasi yang pasti akan terjadi. Oleh karena itu, dia cenderung menentukan nilai prediksi yang menyedihkan yaitu nilai prediksi di bawah prediksi rata-rata. Sebaliknya, ketika memperoleh signal informasi yang menyedihkan, seseorang yang lebih rasional (dalam penelitian ini adalah *overconfident* rendah) akan menilai bahwa informasi tersebut bersifat tidak pasti *(intermediate predictablity*) sehingga dia cenderung menentukan nilai prediksi yang lebih tinggi yaitu di antara prediksi menyedihkan dan prediksi rata-rata.

Kahneman & Tversky (1998) membuktikan dalam penelitiannya bahwa banyak orang cenderung mengandalkan informasi tunggal (*singular information*) dan mengabaikan informasi sebaran (*distributional information*) sehingga mengarah pada pembentukan prediksi yang bias. Informasi tunggal adalah informasi yang berkaitan dengan masalah yang dihadapi, yang bersifat spesifik dan terbatas pada karakter yang dapat membedakannya dari masalah lainnya. Informasi sebaran merupakan informasi yang mencakup pengetahuan yang lebih luas baik pengetahuan yang spesifik maupun pengetahuan yang lebih umum tentang permasalahan yang terkait. Salah satu contoh fenomena ini adalah adanya kecenderungan orang untuk (1) memberi bobot yang berlebihan pada peristiwa yang jarang muncul, meskipun tidak atau kurang relevan dan (2) meremehkan peristiwa yang sering muncul, meskipun peristiwa itu relevan. Prediksi yang didasarkan informasi tunggal merupakan cerminan prediksi yang dilakukan oleh orang yang *overconfident* karena mengandalkan informasinya sebagai informasi yang akurat tanpa mempertimbangkan distribusi informasi yang tersedia. Mereka telah melakukan penipuan diri dengan sebab tingkat kemampuan kognitif yang dipersepsikan tidak sesuai dengan tingkat pengetahuan yang sebenarnya.

2.5 Hubungan antara Teori Penipuan Diri (Trivers, 2004) Dengan Teori Distribusi Impresif dan *Predictability* (Kahneman dan Tversky, 1973)

Teori Penipuan Diri (Trivers, 2004) memiliki kaitan yang erat dengan Teori Distribusi Impresif dan *Predictability* oleh Kahneman dan Tversky (1973). Kedua teori memiliki fokus perhatian yang sama yang berkaitan dengan perilaku individu yang tidak rasional dalam melakukan prediksi. Kahneman dan Tversky (1973) lebih menitikberatkan segi keperilakuan yaitu proses pengambilan keputusan pada situasi yang tidak pasti (*judgement under uncertainty*) yang melibatkan hubungan antara perilaku individu dengan tingkat *overconfidence* yang tinggi dan rendah ketika melakukan prediksi, sedangkan Trivers (2004) mengaitkan perilaku *overconfident* dalam bingkai hubungan sebab akibat (*causal effect*) yang dilihat dari tinjauan antropologi karena Trivers adalah seorang antropolog. Dengan kata lain, Trivers (2004) lebih fokus pada hubungan sebab akibat perilaku *overconfident* sedangkan Kahneman dan Tversky (1973) lebih memfokuskan perhatian pada aktualisasi atau implementasi perilaku *overconfident*. Kedua teori memprediksi perilaku individu yang memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimilikinya melebihi yang sebenarnya sehingga menyebabkan kerugian. Kedua teori ini memiliki fokus perhatian yang sama dan saling melengkapi serta memprediksi pola perilaku yang sama. Teori Penipuan Diri dalam penelitian eksperimen ini merepresentasikan kedua teori tersebut sebagai satu kesatuan.

2.6 Model Prediksi

Perilaku *overconfident* mencerminkan perilaku penipuan diri seringkali dijumpai ketika seseorang menghadapi situasi yang tidak pasti. Agar dapat memperoleh hasil prediksi yang lebih baik maka diperlukan proses belajar yang tidak pernah berhenti yang pada hakekatnya merupakan upaya untuk memperbaiki atau mengadakan koreksi terhadap hasil prediksi yang kurang akurat.

Menurut Hogarth (1994), untuk memahami proses belajar dalam kebijakan prediksi diperlukan pemahaman tentang lingkungan tugas, tindakan, hasil, pengkodean hasil dalam ingatan, interpretasi hasil dan simpul umpan balik. Dalam

model Hogarth ini, ketika pengambil keputusan berada dalam lingkungan tugas yang memiliki karakteristik tidak pasti, maka dia harus menentukan kebijakan prediksi yang pada hakekatnya merupakan penentuan hipotesis dan selanjutnya melakukan tindakan yaitu menentukan pilihan yang mengarah kepada tindakan eksperimentatif dalam lingkungan tugas. Hasil merupakan fungsi dari lingkungan tugas, kebijakan dan tindakan yang selanjutnya memberikan umpan balik ke lingkungan tugas. Di samping itu, hasil akan diamati, dikode, dicatat, lalu disimpan dalam ingatan (memory) sehingga mempermudah untuk mengingat kembali dan akhirnya hasil akan dievaluasi lagi, terutama ketika terjadi perubahan lingkungan eksternal yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan. Hasil evaluasi akan menjadi umpan balik bagi pengambil keputusan.

2.7 Perilaku *Overconfident* dalam Mengkoreksi Kesalahan Prediksi

Perilaku *overconfident* dapat dikurangi dengan pemberian umpan balik atau *feedback* menurut penelitian psikologi (Lichtenstein & Fischhoff, 1977; Russo dan Schoemaker, 1992). Umpan balik atau *feed back* adalah informasi yang menunjukkan adanya penyimpangan prediksi dari prediksi standarnya dan selanjutnya pengambil keputusan diharapkan dapat menindaklanjuti umpan balik ini dengan mengukur kembali persepsi tentang kompetensi dasar prediksinya. Upaya untuk mengkoreksi kesalahan dalam memprediksi ini dapat dilakukan dengan memberikan pelatihan kalibrasi tingkat keyakinan dan mencari bukti-bukti lain yang tidak mengkonfirmasi atau tidak mendukung keyakinan seseorang.

Peningkatan pengetahuan dapat dilakukan melalui umpan balik hasil (*outcome feedback*) yaitu dengan menyampaikan tingkat akurasi keputusan yang telah dibuat (Klayman, 1999). Tingkat akurasi dapat dideteksi dengan membandingkan keputusan yang sudah diambil dengan keputusan yang optimal. Penyampaian umpan balik hasil seringkali sulit dilakukan karena umpan balik sulit diperoleh atau penyampaian umpan balik yang jelas membutuhkan waktu yang relatif lama. Bila umpan balik hasil sulit diperoleh maka peningkatan pengetahuan melalui mekanisme umpan balik juga dapat diperoleh dengan memanfaatkan pengalaman dalam pengambilan keputusan yang sejenis. Menurut Bonner dan Walker (1994), penggunaan umpan balik hasil tidak

akan meningkatkan pengetahuan kecuali bila didahului dengan instruksi, yang diberi label pemahaman aturan main. Instruksi berupa pemahaman aturan main ini dapat diperoleh melalui pendidikan formal atau kursus peningkatan pengetahuan. Kombinasi instruksi dan umpan balik hasil akan menciptakan umpan balik penjelas (*explanatory feedback*) yang dapat dimanfaatkan untuk meningkatkan pengetahuan. Bila ternyata hanya terdapat umpan balik hasil maka pemahaman aturan main dapat dikembangkan melalui kegiatan pelatihan. Secara normatif, peningkatan pengetahuan melalui mekanisme umpan balik akan mengurangi kesalahan atau bias dalam pengambilan keputusan.

Camerer *et al.* (1999) mengatakan bahwa pelatihan dapat meningkatkan ketrampilan dan keahlian seseorang sehingga dia dapat memperbaiki penentuan probabilitas kebenaran penilaiannya yang kelak dapat menurunkan tingkat *overconfidence*. Meskipun demikian, pemberian pelatihan dapat menyebabkan subyek terkena *inflame* bias. Artinya, pemberian pelatihan justru akan mendukung argumentasi perilakunya. Hal ini mengandung implikasi bahwa kegiatan pelatihan yang diberikan tidak mampu merubah pola pikir seseorang yang tidak mengenal keterbatasan dan tidak mengakui kekurangan yang ada pada dirinya sebagai manusia yang terbatas kemampuan kognitifnya. Dengan kata lain, *inflame* bias merupakan salah satu konsekuensi perilaku *overconfident* yang menggunakan paradigma penilaian keyakinan yang keliru.

Kehadiran umpan balik ini lebih banyak ditentukan oleh karakteristik tugas yang dilakukan. Semakin cepat umpan balik dapat disampaikan atau diterima maka semakin cepat orang mengadakan penyesuaian atau mengadakan koreksi keyakinannya sehingga dapat memperkecil kemungkinan timbulnya perilaku *overconfident* (Lichtenstein *et al.*, 1977). Jenis tugas tertentu memiliki umpan balik yang dapat didefinisi dengan jelas sehingga dapat mengurangi kemungkinan timbulnya perilaku *overconfident.* Jenis pekerjaan ini menuntut orang untuk selalu melakukan pembaharuan (*updating*) probabilita untuk meningkatkan akurasi prediksi. Umumnya tugas-tugas seperti ini bersifat repetitif, misalkan tugas meramalkan cuaca. Sebaliknya, jenis tugas yang tidak memiliki umpan balik atau memiliki umpan balik yang tidak segera dapat direspon cenderung akan mendorong orang untuk tidak mengubah *cut off values*

ketika tingkat kesulitan suatu tugas berubah (Oskamp, 1965; Ferrell dan McGoey, 1980). Dengan kata lain, pada jenis tugas seperti ini, orang cenderung tidak akan merubah *cut off values* yang ada ketika harus mengatasi persoalan yang dimulai dari persoalan yang mudah (pasti) ke persoalan yang probabilistik yang lebih kompleks. Pada situasi seperti ini, orang merasa mampu mengatasi masalah yang lebih sulit sehingga menimbulkan perilaku *overconfident*.

2.8 Pasar Modal Syariah di Indonesia

Pasar modal yang ideal menurut Shefrin & Statman, (1993); Shefrin, (2001) adalah yang efisien, etik dan *fair*. Gambaran karakteristik ideal tersebut adalah : bebas dari pemaksaan, bebas dari salah interpretasi, hak untuk mendapatkan informasi yang sama, hak untuk memproses informasi yang sama, bebas dari gejolak hati, hak untuk bertransaksi pada harga yang efisien, dan hak untuk memiliki kekuatan tawar menawar yang sama. Menurut pandangan Islam, pemahaman etik tidak diartikan secara sempit menyangkut "*haqq*" semata. *Haqq* menurut konsep Islam mempunyai aspek lebih luas yang meliputi "hak dan kewajiban". Keduanya bersumber dari hukum syariah yang diatur dalam Al-Qur'an dan Sunnah. Masalah etika dan efisien perlu ditinjau dari aspek kemanfaatannya (*masalih*), yang merupakan dasar dari seluruh peraturan dalam sistem Islam. Islam memberikan kebebasan untuk melakukan transaksi dan membuat kontrak. Dan tidak ada kontrak yang sah bila terdapat unsur paksaan dari pihak yang terkait dalam transaksi. Hal ini dijelaskan dalam Alqur'an surat An-Nisaa : 29, "Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka diantara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh Allah maha penyayang kepadamu".

Perbedaan mendasar antara pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dapat dilihat pada instrumen dan mekanisme transaksinya, sedangkan perbedaan nilai Indeks Saham Syariah dengan nilai Indeks saham konvensional terletak pada kriteria saham emiten yang harus memenuhi prinsip-prinsip dasar syariah. Secara umum konsep pasar modal syariah dan pasar modal konvensional tidak jauh berbeda meskipun dalam pasar modal syariah disebutkan bahwa saham

yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur ribawi, serta transaksi terbebas dari berbagai praktik spekulasi.

Menurut pandangan Islam perlu dibedakan antara keuntungan spekulatif dan keuntungan modal. Perbedaannya adalah : 1) Keuntungan spekulatif adalah keuntungan yang agak dimanipulasi, sedangkan keuntungan modal adalah konsekuensi alamiah dari investasi modal. Jadi pembelian atau penjualan saham di pasar modal merupakan jenis keuntungan modal dan dibolehkan dalam keuangan syariah. 2) Prospek investasi jelas berbeda dengan spekulasi di masa yang akan datang. Perkiraan keuntungan investasi didasarkan pada harapan rasional menurut variabel ekonomi relevan yang tersedia untuk pertimbangan sebelum keputusan investasi diambil. Dilain pihak keuntungan spekulasi diperoleh untuk mencapai laba dengan pengelolaan instrumen keuangan melalui aksi membeli dan menjual efek dengan segera. 3) Investor dalam memperoleh keuntungan modal akan membawa konsekuensi jangka pendek dan jangka panjang dalam memutuskan membeli atau menjual saham, sedangkan spekulator tidak perduli. (MA. Manan : 1982).

Kegiatan/tindakan yang bertentangan dengan prinsip syariah (sesuai fatwa DSN-MUI Nomor : 80/DSN-MUI/III/2011), antara lain :

a. Tadlis adalah tindakan menyembunyikan kecacatan objek akad yang dilakukan oleh penjual untuk mengelabui pembeli seolah-olah objek akad tersebut tidak cacat.
b. Taghrir adalah upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan agar terdorong untuk melakukan transaksi.
c. Tanajusy/Najsy adalah tindakan menawar barang dengan harga lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya, untuk menimbulkan kesan banyak pihak yang berminat membelinya.
d. Ikhtikar adalah membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjualnya kembali pada saat harganya lebih mahal.

e. Ghisysy adalah satu bentuk tadlis, yaitu penjual menjelaskan/ memaparkan keunggulan/keistimewaan barang yang dijual serta menyembunyikan kecacatannya.
f. Ghabn adalah ketidakseimbangan antara dua barang (objek) yang dipertukarkan dalam suatu akad, baik segi kualitas maupun kuantitasnya.
g. Bai' Alma'dum adalah melakukan penjualan atas barang (efek syariah) yang belum dimiliki (short selling)
h. Riba adalah tambahan yang diberikan dalam pertukaran barang-barang ribawi (al-amwal al-ribawiyah) dan tambahan yang diberikanatas pokok hutang dengan imbalan penangguhan pembayaran secara mutlak.

Emiten/perusahaan publik yang dimuat dalam daftar efek syariah (DES) harus memenuhi kriteria *screening* (penyaringan) saham syariah. *Screening* saham syariah terdiri dari *business screening*, *sharia screening*, dan *financial screening*. *Business screening* mencakup emiten yang kegiatan usahanya tidak melakukan perjudian atau sejenisnya, perdagangan yang dilarang, jasa keuangan ribawi, distribusi atau produksi barang haram, merusak moral atau mudharat, dan transaksi suap. *Sharia screening* meliputi emiten tidak melakukan transaksi yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal. Adapun *financial screening* adalah emiten harus memiliki Total Utang berbasis bunga dibanding Total asset tidak lebih dari 45% dan Pendapatan non halal disbanding Total pendapatan tidak lebih dari 10%.

2.9 Penelitian Terdahulu

Beberapa hasil penelitian psikologi menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* muncul ketika seseorang dihadapkan pada masalah yang sulit dan penuh ketidakpastian (Lichtenstein & Fischhoff, 1977; Lichtenstein *et al.*, 1982) sehingga perilaku ini cenderung bersifat situasional (Quattrone, 1982; Soll & Klayman, 2004). Pada situasi yang tidak pasti, orang cenderung lebih mengandalkan tingkat pengetahuan dan akurasi informasi yang dimilikinya untuk mencari solusi karena pada keadaan seperti ini dia tidak akan mengandalkan pemecahan masalah pada orang lain karena dia yang akan menanggung risikonya (Pompian, 2006). Dengan demikian, pada situasi yang

penuh risiko ini, orang cenderung memberi bobot penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi privat yang dimilikinya dengan tidak mempertimbangkan validitas akurasi informasinya itu sehingga cenderung mengabaikan informasi publik yang tersedia.

Penelitian psikologi menemukan adanya kecenderungan orang memberi penilaian positif yang berlebihan pada kemampuan yang dimilikinya, melebihi kemampuan orang lain atau melebihi penilaian orang lain terhadap mereka (Taylor & Brown, 1988). Penelitian lain juga menunjukkan bahwa banyak orang cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada kesuksesan yang diraih ketika melaksanakan tugas tertentu sehingga mereka mempersepsikan diri akan mampu meraih kesuksesan ketika melakukan tugas selanjutnya. Di samping itu, orang cenderung lebih mudah mengingat keberhasilan dibandingkan kegagalan yang dialami (Fischhoff, 1982). *Overconfidence* adalah kecenderungan individu untuk merasa lebih terhadap pengetahuan mereka, kemampuan, dan ketepatan informasi mereka, atau menjadi terlalu optimis tentang masa depan dan kemampuan mereka untuk mengontrolnya (Ackert & Deaves, 2009). Persepsi bahwa kinerja seseorang lebih baik daripada rata-rata kinerja orang lain adalah bias *overconfident* (Guenther & Alicke, 2010). Selain itu, kebanyakan individu melihat diri mereka lebih baik daripada rata-rata orang lain dan kebanyakan individu melihat diri mereka lebih baik daripada yang lain (Taylor dan Brown, 1988).

Fenomena ini setidak-tidaknya menunjukkan bahwa ada beberapa orang, mungkin juga banyak orang, yang menilai bahwa mereka memiliki kemampuan di atas rata-rata. Meskipun demikian, pengelolaan keyakinan atau percaya diri ini sangat ditentukan oleh tingkat kognitif orang yang bersangkutan. Tingkat kemampuan berpikir seseorang dalam arti luas sangat menentukan tingkat keyakinannya dalam menyelesaikan segala permasalahan yang dihadapi, terutama masalah-masalah yang berkaitan dengan ketidakpastian (Winkler dan Murphy, 1968). Dalam literatur keuangan, beberapa efek dirangkum dalam konsep *overconfidence*, yaitu kesalahan perhitungan, efek yang lebih baik daripada rata-rata dan ilusi *control* (Michailova & Schmidt, 2016). Moore & Healy (2008) merujuk pada efek ini selanjutnya sebagai *overprecision, overplacement, dan overestimation*. Bias *overconfident* berakar pada distorsi yang dihasilkan dari

ketersediaan informasi, optimisme, kecenderungan egosentris atau bias tinjau balik (Williams & Gilovich, 2008) atau juga kecenderungan untuk menghubungkan kesuksesan diri sendiri daripada yang lain (Schroeder *et al.*, 2016). Bias *overconfident* juga menjelaskan mengapa orang ingin melebih-lebihkan kontribusi pribadi mereka untuk hasil kelompok, karena hal itu lebih mudah baginya untuk mengingat tindakan sendiri daripada tindakan orang lain (Schroeder, Caruso, dan Epley 2016). Menurut penelitian psikologis, ketika orang menghadapi ketidakpastian, terutama ketika mereka menemukan bahwa masalahnya sangat sulit, mereka cenderung melakukan keputusan terlalu percaya diri yang menyebabkan kesalahan yang lebih tinggi daripada jika mereka benar-benar rasional (Klayman *et al.*, 1999; Soll dan Klayman, 2004).

Bloomfield *et a*l. (1999) menemukan bahwa perilaku *overconfidence* secara tidak sadar meningkatkan kesalahan prediksi sehingga menciptakan perdagangan yang merugikan, karena mereka membeli saham terlalu mahal atau menjual saham terlalu murah. Kufepaksi (2007) menggunakan studi eksperimental menyimpulkan bahwa perilaku *overconfidence* adalah perilaku menipu diri yang menyebabkan kesalahan dalam memprediksi harga saham. Efek lain dari perilaku *overconfidence* adalah perdagangan yang berlebihan atau kecenderungan investor untuk berdagang di pasar saham terlalu banyak (Odean, 1998; Benos, 1998; Odean, 1999; Barber dan Odean, 2000; Barber dan Odean, 2001; Pompian, 2006; Graham *et al.*, 2006). Hal ini disebabkan oleh kepercayaan investor yang terlalu percaya diri tinggi bahwa mereka memiliki kemampuan dan pengetahuan khusus di bidang investasi pasar saham. Keyakinan ini menyebabkan kecenderungan untuk sering melakukan transaksi. Sehingga tingkat *overconfidence* investor mempengaruhi frekuensi perdagangan. Investor *overconfidence* yang lebih tinggi cenderung berdagang lebih sering (Graham *et al.*, 2006; Grinblatt & Keloharju, 2009). Glaser & Weber (2005) menunjukkan bahwa investor yang terlalu percaya diri tinggi didefinisikan sebagai di atas dari rata-rata dalam keterampilan investasi memiliki kecenderungan untuk berdagang dalam volume besar. Statman *et al.*, 2006) berpendapat bahwa tingkat kepercayaan berlebih memiliki efek positif pada volume perdagangan. Investor dengan *overconfidence* tinggi cenderung berdagang dalam volume besar.

Beberapa penelitian menyimpulkan bahwa *overconfidence* menyebabkan perdagangan yang berlebihan, dan akhirnya menyebabkan penurunan *return* atau keuntungan investor. Kirchler & Maciejovsky (2002) berpendapat bahwa investor yang terlalu percaya diri yang berdagang terlalu banyak akan mengalami pengurangan hasil (penghasilan) dan sering berinvestasi dalam saham yang memiliki pendapatan negatif.

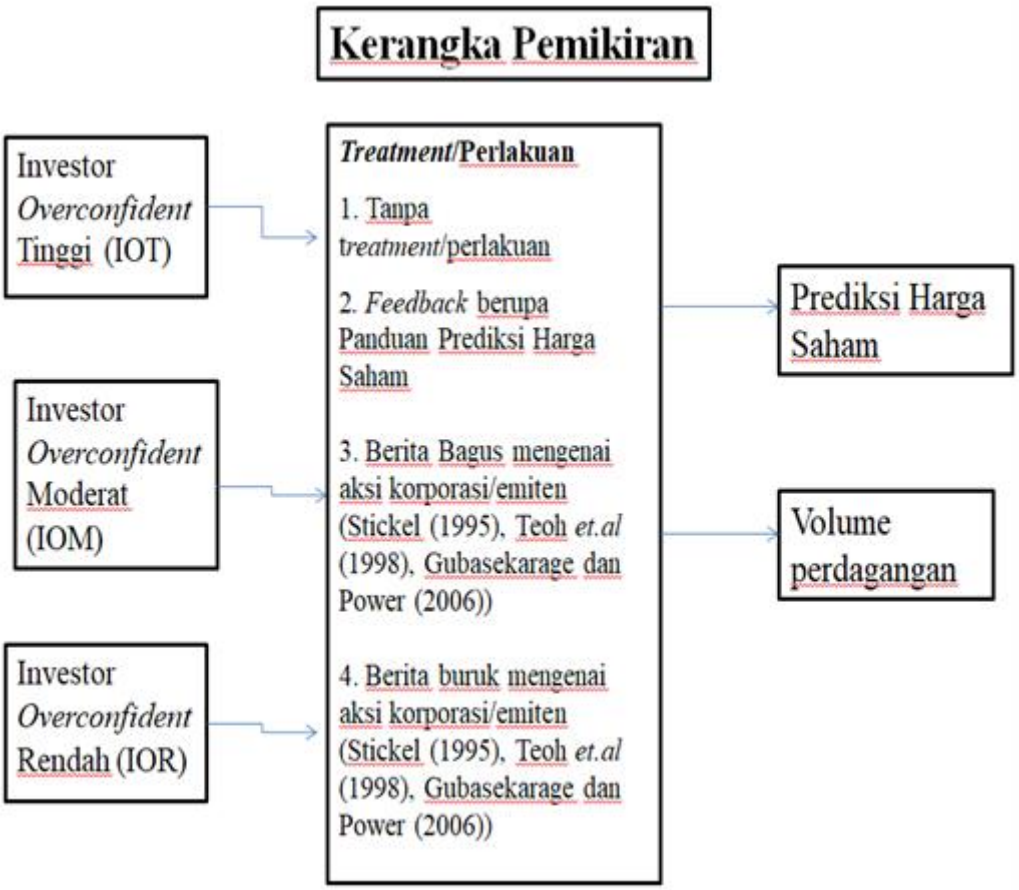
Penelitian yang dilakukan Alrabadi *et al*. (2011) menyatakan bahwa Investor di ASE (Amman Stock Exchange) terlalu percaya diri. Mereka percaya pada kemampuan dan keterampilan mereka dan sangat menghargai kesuksesan mereka. Di sisi lain, mereka menyalahkan pasar ketika mereka kalah. Ada kesepakatan umum bahwa pengalaman panjang, pengetahuan tentang prinsip-prinsip keuangan, kualifikasi investor yang mengelola perusahaan, kinerja masa lalu dari saham dan analisis laporan keuangan yang diungkapkan meningkatkan kepercayaan diri investor yang berlebihan. Namun, analisis regresi menunjukkan bahwa hanya pengalaman yang memberikan pengaruh positif yang signifikan secara statistik pada kepercayaan berlebih. Ini adalah studi pertama yang meneliti fenomena *overconfidence* di dunia Arab yang memiliki aspek budayanya sendiri.

Klayman *et al*. (1999) tertarik untuk menyoroti masalah methodologi dalam mendeteksi timbulnya perilaku *overconfident*, terutama tentang desain pertanyaan dalam kuesioner dan penentuan kualifikasi atau jenis partisipan . Menurut mereka, perilaku *overconfident* muncul tidak tergantung pada tingkat kesulitan dan banyaknya pertanyaan dalam kuesioner yang dihadapi partisipan , tetapi lebih pada variasi jenis pertanyaan, domain pertanyaan dan format pertanyaan serta variasi tingkat pengetahuan individu. Dengan kata lain, perilaku overconfident tergantung pada bagaimana, apa dan kepada siapa pertanyaan diajukan. Mereka mengkritik methodologi yang digunakan oleh Russo & Schoemaker (1992) dalam mendesain pertanyaan yaitu partisipan diminta menentukan tingkat keyakinan terlebih dulu dan atas dasar keyakinan itu partisipan diminta menentukan jawaban yang benar dalam kisaran tertinggi dan terendah. Metode ini cenderung membentuk perilaku *overconfident* sebab rentang *judgment* menjadi terlalu luas sehingga menimbulkan bias dalam memproses informasi. Mereka menunjukkan kelebihan metode yang mereka tawarkan yaitu

penggunaan pertanyaan dua pilihan dan kemudian meminta partisipan untuk menentukan tingkat keyakinannya. Penggunaan metode ini dapat mempermudah partisipan dalam menentukan jawaban yang benar secara eksplisit, dapat menangkap perbedaan kinerja pada domain pertanyaan yang berbeda serta mampu menangkap konsistensi perbedaan individu yang ditunjukkan oleh tingkat *overconfidence* partisipan .

Penelitian psikologi menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* dipengaruhi juga oleh faktor budaya yang berlaku disuatu daerah tertentu. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Wright & Phillips (1980), tingkat *overconfidence* partisipan dari negara-negara Asia secara konsisten lebih tinggi dibanding orang Inggris. Hasil ini konsisten dengan penelitian selanjutnya yang menunjukkan bahwa partisipan dari negara Asia (Republik Rakyat China, Hongkong, Indonesia, Malaysia, India, Jepang) secara signifikan menampilkan tingkat *overconfidence* yang lebih tinggi dibanding partisipan dari Amerika Serikat (Wright & Wisudha, 1982; Yates *et al*., 1997). Hasil penelitian tersebut mengklaim bahwa perbedaan tingkat *overconfidence* lintas budaya disebabkan oleh perbedaan *self esteem* antara budaya barat dan timur. Budaya barat lebih mengutamakan prinsip individualistis dan keterbukaan sehingga cenderung mempersepsikan diri berbeda (atau lebih baik) dibanding orang lain, sedangkan budaya timur lebih mengutamakan prinsip kolektivitas sehingga cenderung menganggap dirinya memiliki kemampuan yang sama dengan orang lain dalam lingkungannya. Meskipun demikian, budaya timur yang lebih tertutup justru menimbulkan persepsi bahwa seseorang memiliki kemampuan di atas orang lain.

2.10 Kerangka Pemikiran



Gambar 2. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran ini menggambarkan desain eksperimen yang mensyaratkan adanya pengelompokkan responden atau subyek ke dalam kategori IOT, IOM. dan IOR. Karena sampel responden berasal dari satu populasi (yaitu mahasiswa FEB IIB Darmajaya) dan sampel dapat diketahui karakteristiknya maka pengelompokan sampel dilakukan berdasarkan kesamaan karakteristiknya. Oleh karena itu, pengelompokan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik matching (kesesuaian) berdasarkan kesamaan tingkat *overconfidence*. Tingkat *overconfidence* dapat dideteksi dengan menggunakan uji kalibrasi tingkat keyakinan, mengacu kepada Klayman *et al*. (1999) dengan beberapa modifikasi, menyesuaikan dengan keadaan di Indonesia (Kufepaksi, 2007). Seseorang masuk dalam kategori *overconfident* atau tidak ditentukan oleh besarnya rata-rata nilai *overconfidence* yang lebih besar dari 0 (bernilai positif). Setiap responden harus

menjawab pertanyaan dengan memilih satu di antara dua jawaban yang tersedia dan selanjutnya menentukan tingkat keyakinan terhadap jawaban benarnya itu dalam kisaran 50% -100% sehingga dapat ditentukan nilai *overconfidence* per kelompok pertanyaan dengan formula rata-rata tingkat keyakinan dikurangi rata-rata proporsi jawaban benar. Tingkat *overconfidence* positif memiliki tiga level yaitu tingkat *overconfidence* tinggi yang direpresentasikan oleh perilaku IOT, tingkat *overconfidence* moderat (IOM), dan tingkat *overconfidence* rendah yang direpresentasikan oleh perilaku IOR. Ketiga kelompok responden ini selanjutnya akan berinteraksi dalam perdagangan saham. Karena masing-masing kelompok responden memiliki tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan yang berbeda maka akan diperoleh perbedaan rata-rata kesalahan prediksi di antara ketiganya. Untuk memaksimumkan perbedaan maka akan dibandingkan perbedaan rata-rata kesalahan prediksi (harga) antara IOT dan IOR. Hal ini disesuaikan dengan penelitian psikologi yang cenderung membandingkan perbedaan ekstrim atas dan ekstrim bawah.

Selanjutnya 3 kelompok investor *overconfidence* ini akan diberi perlakuan sesuai kondisi pasar modal syariah. Perlakuan (*treatments)* yang akan diberikan berupa Kondisi tanpa informasi dan perlakuan, Perlakuan Panduan Prediksi, Berita bagus dan berita buruk. Selanjutnya akan diukur dan dihitung secara statistic dan analisis hasil kesalahan prediksi (harga) saham syariah dan volume perdagangan saham syariah dengan menyesuaikan pengembangan hipotesis penelitian ini.

2.11 Pengembangan Hipotesis

Beberapa penelitian psikologi menemukan bahwa pengetahuan akan menentukan tingkat *overconfidence* seseorang (Klayman *et al*., 1999; Lichtenstein dan Fischhofff, 1977; Fischhoff *et al*., 1977). Penelitian psikologi juga menunjukkan bahwa tingkat pengetahuan akan mempengaruhi kemampuan seseorang dalam menilai dan mengolah informasi (Kahneman dan Tversky, 1973, 2001; Griffin & Tversky, 1992). Dengan demikian, perbedaan tingkat *overconfidence* akan menentukan perbedaan dalam menilai dan mengolah informasi yang masuk ke pasar.

1. Respon Investor Ketika Pasar Tidak Menyediakan Informasi

Sebelum memulai sesi Perdagangan Utama, otoritas bursa akan memfasilitasi dan mengakomodasi pembentukan harga pasar yang akan menjadi barometer harga pada hari perdagangan dengan membuka perdagangan sesi Pra-Pembukaan. Pada umumnya, hampir semua investor belum memiliki informasi yang lengkap di sesi Pra-Pembukaan sehingga tingkat ketidakpastian menjadi relatif tinggi. Menurut Gervais & Odean (2001), tingkat *overconfidence* seorang investor akan mencapai level tertinggi ketika dia melakukan prediksi pada awal periode prediksi. Pada awal periode perdagangan ini, hampir semua investor memiliki informasi publik yang relatif sama yaitu informasi yang terjadi pada periode sebelumnya sehingga harga prediksi ditentukan oleh tingkat keyakinan dan tingkat pengetahuan yang dimiliki masing- masing investor. *Self Deception Theory* atau Teori Penipuan Diri Trivers (2004) memprediksi bahwa ketika seseorang secara tidak sadar mempersepsikan dirinya memiliki kemampuan di atas rata-rata dan kemudian pola pikirnya mengarahkan dan mengelola persepsinya sedemikian rupa sehingga cenderung mencari informasi yang mendukung perilakunya maka individu tersebut akan terperangkap pada pembentukan keyakinan yang keliru yang selanjutnya akan mengarah kepada pembentukan perilaku *overconfident* yang berdampak pada "penipuan diri atau *self deception*".

Situasi yang tidak pasti di sesi Pra-Pembukaan, investor berperilaku *overconfidence* tinggi pada umumnya cenderung mengandalkan informasi tunggal yang dimiliki karena keterbatasan tingkat pengetahuan akan mempersulit mereka untuk mengakses sebaran informasi yang kompleks. Oleh karena itu, mereka cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan tingkat pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki dan selanjutnya menurunkan tingkat kesulitan permasalahan yang dihadapi. Perilaku ini tidak terlepas dari pola pikir mereka yang tidak mengenal keterbatasan dan tidak mengenal ketidakpastian (Pitz, 1974; Russo dan Schoemaker, 1992; Klayman *et al*.,1999). Ketika mereka melakukan prediksi, harga prediksi saham mereka mencerminkan harga prediksi dengan asumsi situasi yang pasti sehingga diperoleh nilai prediksi yang relatif

tinggi yang menghasilkan kesalahan prediksi relatif tinggi juga (Kahneman dan Tversky, 1973).

Sebaliknya, investor yang berperilaku *overconfidence* rendah, yang pada umumnya memiliki tingkat pengetahuan yang relatif tinggi, akan menyadari bahwa diri mereka sebagai individu yang memiliki kemampuan dan pengetahuan terbatas sehingga cenderung bertindak lebih berhati- hati. Prediksi investor yang berperilaku *overconfidence* rendah akan menghasilkan penyimpangan yang lebih rendah dibanding investor yang berperilaku *overconfidence* tinggi. Jadi, meskipun investor yang berperilaku *overconfidence* rendah dan investor yang berperilaku *overconfidence* tinggi tidak dapat memprediksi secara akurat namun investor yang berperilaku *overconfidence* tinggi memiliki besaran penyimpangan prediksi yang relatif lebih tinggi dibanding investor yang berperilaku *overconfidence* rendah. Hal ini menunjukkan bahwa investor berperilaku *overconfidence* tinggi telah melakukan penipuan diri karena kemampuan yang dipersepsikan tidak sesuai dengan kemampuan yang sebenarnya.

Penelitian Bloomfield *et al.* (1999) menunjukkan bahwa di sesi Pra-Pembukaan, investor yang memiliki tingkat pengetahuan lebih rendah (*less informed investor*, identik dengan IOT) memiliki tingkat akurasi prediksi harga saham yang lebih rendah dibandingkan dengan investor dengan pengetahuan lebih banyak (*more informed investor*, identik dengan IOR), yang ditunjukkan oleh rata-rata kesalahan prediksi yang lebih tinggi. Bukti penelitian empiris di pasar modal yang dilakukan oleh Camerer *et al.* (1989), Kirchler dan Maciejovsky (2002) dan Friedman (2016) konsisten dengan Bloomfield *et al.* (1999). Hal ini menunjukkan bahwa *less informed investor* melakukan penipuan diri karena pengetahuan yang dimiliki tidak sesuai dengan pengetahuan yang dipersepsikan sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan prediksi yang lebih tinggi dibanding *more informed investor*.

Hasil penelitian Al Hashfi *et al.* (2021) menunjukkan bahwa kesalahan harga terjadi baik pada saham syariah maupun non syariah. Saham syariah memiliki tingkat kesalahan harga lebih rendah dibandingkan saham non-Islam yang diakibatkan sentimen investor. Alasan di balik fenomena ini adalah nilai-nilai Islam, seperti larangan bunga, transaksi spekulatif dan tidak pasti, dan

leverage yang berlebihan, bisa dibilang mengurangi kesalahan harga berbasis sentimen. Oleh karena itu disusun hipotesis sebagai berikut:

H_1: Kesalahan prediksi harga saham syariah investor berperilaku overconfidence tinggi (IOT) lebih tinggi dibanding kesalahan prediksi harga saham syariah investor berperilaku overconfidence rendah (IOR) di sesi Pra-Pembukaan pasar modal syariah.

2. Respon Investor Ketika Menerima Umpan Balik

Banyak studi psikologi telah menguji keefektifan perbedaan bentuk umpan balik (*feed back*) dalam meningkatkan proses pembelajaran untuk meningkatkan pengetahuan. Salah satu fokus perhatian studi tersebut adalah perbedaan keefektifan antara umpan balik hasil (*outcome feedback*) dan *task properties-feedback* (Bloomfield *et al.*, 1999). Umpan balik hasil merupakan bentuk umpan balik yang menyampaikan perbandingan hasil keputusan dengan keputusan optimalnya, sedangkan *task properties feedback* merupakan umpan balik yang bersumber pada karakteristik tugas yang bersangkutan. Bonner & Walker (1994) menyebut *task properties feedback* sebagai instruksi yaitu pemahaman aturan main yang dapat diperoleh melalui jalur pendidikan formal. Secara umum kinerja *task properties feedback* lebih baik dibandingkan dengan umpan balik hasil. Di samping itu, studi psikologi yang dilakukan oleh Trafimow dan Sniezek (1994) menunjukkan bahwa pemberian informasi tentang tingkat pengetahuan dasar, yang merupakan bentuk sederhana dari *task properties feedback*, mampu menurunkan tingkat keyakinan. Sebaliknya, penelitian psikologi sebelumnya juga menemukan bahwa pemberian *task properties feedback* berupa peningkatan jumlah informasi (pengetahuan) telah meningkatkan tingkat keyakinan sehingga menghasilkan keputusan yang bias (Oskamp, 1965).

Self Deception Theory atau Teori Pengelabuan Diri (Trivers, 2004) memprediksi bahwa ketika seseorang secara tidak sadar mempersepsikan dirinya memiliki kemampuan di atas rata-rata dan kemudian pola pikirnya mengarahkan dan mengelola persepsinya sedemikian rupa sehingga cenderung mencari informasi yang mendukung perilakunya maka individu tersebut akan

terperangkap pada pembentukan keyakinan yang keliru yang selanjutnya akan mengarah kepada pembentukan perilaku *overconfident. Self Deception Theory* didasarkan pada argumentasi bahwa ketika seseorang berperilaku *overconfident* dan memperoleh umpan balik maka dirinya akan mengetahui kesalahan yang telah dilakukannya. Secara spesifik, ketika orang yang bersangkutan mengetahui hasil prediksinya dan prediksi standarnya maka akan timbul kesadaran bahwa dirinya telah terjebak pada pembentukan keyakinan yang tidak tepat. Pada tahap ini, individu yang bersangkutan akan menyadari bahwa dirinya telah melakukan penipuan diri yaitu dengan memberikan penilaian yang berlebihan pada ketepatan tingkat pengetahuan yang dimilikinya melebihi tingkat pengetahuan yang sebenarnya sehingga cenderung memberi probabilitas yang tinggi pada kebenaran penilaiannya.

Dalam penelitian ini, IOT dan IOR memperoleh *task properties feedback* berupa informasi panduan prediksi harga saham di sesi Perdagangan Utama. Informasi panduan ini berisi tentang faktor penentu harga saham yang sebenarnya atau harga fundamental saham, mengacu kepada (Reilly & Brown, 2011). Menurut Reilly & Brown (2011), harga fundamental saham diprediksi dengan menggunakan pendekatan *price sales ratio. Price Sales ratio* dipengaruhi oleh *sales* atau penjualan. Informasi panduan prediksi harga saham ini juga akan dilengkapi dengan data kinerja keuangan perusahaan mengacu pada Bernard (1994). Berdasarkan desain penelitian, IOT dan IOR memiliki perbedaan tingkat pengetahuan yang relatif ekstrim sehingga pemberian informasi berupa panduan prediksi harga saham diperkirakan akan menghasilkan proporsi penurunan rata-rata kesalahan harga IOT lebih tinggi dibanding IOR. Meskipun demikian, proporsi penurunan rata-rata kesalahan harga IOT yang lebih tinggi dari IOR tersebut tetap akan menempatkan rata-rata kesalahan harga IOT lebih tinggi dibandingkan IOR sehingga IOT menunjukkan perilaku penipuan diri.

Penelitian empiris di pasar modal yang dilakukan oleh Bloomfield *et al.* (1999) menunjukkan bahwa pemberian *task properties feedback* berupa informasi panduan prediksi menyebabkan penurunan tingkat keyakinan sehingga mengakibatkan penurunan rata-rata kesalahan harga dalam proporsi yang lebih tinggi pada *less informed investor* dibandingkan dengan *more informed investor*.

Meskipun demikian, rata-rata kesalahan harga *less informed investor* lebih tinggi dibandingkan dengan *more informed investor* sehingga *less informed investor* terbukti mengimplementasikan perilaku penipuandiri. Karena *less informed investor* memiliki rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan *more informed investors* maka *less informed investor* menderita kerugian dalam perdagangannya. Penelitian Larrick *et al*. (1990) menemukan bahwa pemberian umpan balik berupa informasi tentang prinsip manfaat dan biaya mampu menurunkan tingkat kesalahan dalam melaksanakan tugas yang diamati. Sebaliknya, pemberian umpan balik berupa pemberian pelatihan justru meningkatkan harga pembelian saham sehingga menimbulkan kerugian dan hal ini membuktikan implementasi perilaku penipuan diri dalam pasar saham (Kagel & Levin, 2009).

H2: Kesalahan prediksi harga saham syariah dari investor berperilaku overconfidence Tinggi (IOT) lebih tinggi dibanding kesalahan prediksi harga saham syariah Investor berperilaku overconfidence rendah (IOR) ketika memperoleh panduan prediksi harga saham di pasar modal syariah.

3. Respon Investor Ketika Menerima Berita Bagus

Berita bagus (berita atau informasi yang menggembirakan) bagi seorang investor merupakan informasi yang diyakini sebagai informasi yang mampu meningkatkan harga pasar saham (Schleifer, 2000; Daniel *et al*., 1998). Dengan meningkatnya harga pasar saham maka akan meningkat pula kekayaan pemegang saham. Besar kecilnya peningkatan harga pasar karena pengaruh berita atau informasi ditentukan oleh optimisme dan pesimisme seseorang terhadap kekuatan informasi atau peristiwa yang bersangkutan (Tversky dan Griffin, 2000). Suatu peristiwa atau informasi dikatakan sebagai berita bagus bila peristiwa atau informasi tersebut dinilai lebih baik dibanding peristiwa sebelumnya yang lebih buruk. Semakin optimis seorang investor terhadap kekuatan informasi yang disampaikan melalui suatu peristiwa, semakin tinggi juga nilai prediksinya sehingga berpotensi menjadi prediksi yang menghasilkan kesalahan yang semakin tinggi juga.

Informasi yang dipersepsikan sebagai berita bagus akan menjadi semakin kuat bila investor mempersepsikannya sebagai informasi yang ekstrim, informasi yang jarang terjadi. Jika seseorang terlalu sensitif terhadap bukti yang ekstrim dan tidak sensitif terhadap validitas prediksinya maka dia akan cenderung menjadi o*verconfident* (Griffin dan Tversky, 1992). Adanya isu atau rumor yang menyatakan bahwa perusahaan berencana membeli kembali saham yang beredar akan direspon positif oleh pasar karena peristiwa ini mengandung makna bahwa harga pasar saham dinilai terlalu rendah (*undervalued*) sehingga perusahaan akan membelinya dengan harga yang lebih tinggi. Selanjutnya, pasar akan mempersepsikan informasi tersebut sebagai berita bagus dan pasar akan segera meresponnya sehingga akan menimbulkan tekanan beli di pasar. Dalam situasi seperti ini, investor cenderung meningkatkan nilai prediksi harga saham sehingga menyebabkan peningkatan harga pasar. Kebijakan perusahaan semacam ini bukanlah kebijakan yang sering dilakukan oleh perusahaan sehingga akan menimbulkan persepsi bahwa kebijakan ini sebagai kebijakan yang dinilai langka, jarang terjadi dan berkonotasi ekstrem bagi investor yang tidak rasional.

Menurut Trivers (2004), dasar proses psikologis pembentukan perilaku penipuan diri dalam diri seseorang adalah adanya penyangkalan terhadap perilaku negatif dan adanya tendensi untuk mempersepsikan atau mengklaim bahwa dirinya telah melakukan perbuatan positif. Pada saat yang bersamaan, orang yang bersangkutan cenderung mengklaim bahwa berita-berita baik yang berkembang sebagai kontribusi dirinya dan menciptakan opini bahwa perilakunya sebagai perilaku yang positif. Penyangkalan dan penciptaan opini diri yang baik merupakan pasangan karakter yang saling mendukung dalam diri seseorang. Secara spesifik, ketika orang yang bersangkutan mengetahui hasil prediksinya dan prediksi standarnya maka akan timbul kesadaran bahwa dirinya telah terjebak pada pembentukan keyakinan yang tidak tepat. Hal ini dapat dibuktikan dengan adanya penyimpangan prediksi yang relatif tinggi dari prediksi rata-ratanya atau prediksi standarnya sehingga menempatkan dalam posisi yang memperoleh kerugian.

Mengacu pada Kahneman dan Tversky (1973), ketika memperoleh berita bagus, IOT akan menentukan *bid price* (harga penawaran beli) yang

lebih tinggi dibandingkan dengan IOR. Walaupun kedua harga penawaran beli tersebut merupakan prediksi yang tidak akurat, namun harga penawaran beli IOT akan menghasilkan kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan IOR. Fenomena ini menunjukkan bahwa IOT melakukan perilaku penipuan diri karena IOT cenderung memberi bobot yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki melebihi yang sesungguhnya sehingga menghasilkan kinerja prediksi dengan tingkat kesalahan yang lebih tinggi dibanding kinerja prediksi IOR.

Bukti penelitian empiris di pasar modal yang dilakukan oleh Bloomfield *et al.* (1999) menunjukkan bahwa ketika memperoleh berita bagus, *less informed investor* memiliki rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan *more informed investor* sehingga *less informed investor* terbukti melakukan perilaku yang mengkonfirmasi hipotesis penipuan diri. Karena memiliki rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi, *less informed investor* menderita kerugian. Dengan kata lain, kerugian ini terjadi karena *less informed investor* membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan harga fundamentalnya. Bukti penelitian empiris yang dilakukan oleh (Bloomfield & Libby (2018), Camerer *et al.* (1989), konsisten dengan penelitian Bloomfield *et al.* (1999). Oleh karena itu, dapatlah disusun hipotesis sebagai berikut:

H_3: Kesalahan prediksi harga saham syariah dari investor berperilaku overconfidence tinggi (IOT) lebih tinggi dibanding kesalahan prediksi harga saham syariah Investor berperilaku overconfidence rendah (IOR) setelah menerima Berita bagus di pasar modal syariah.

4. Respon Investor Ketika Menerima Berita Buruk

Berita buruk bagi seorang investor merupakan informasi yang menyampaikan pesan tidak menggembirakan sehingga akan menurunkan harga pasar saham. Menurunnya harga pasar saham akan menurunkan tingkat kekayaan pemegang saham (Shleifer, 2002; Daniel *et al.*, 1998). Mengacu pada Kahneman dan Tversky (1973), ketika memperoleh berita buruk, IOT cenderung menentukan harga penawaran jual (*ask price*) lebih rendah dibandingkan dengan IOR sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibanding IOR. Harga

penawaran jual akan semakin rendah bila IOT mempersepsikan berita buruk tersebut sebagai informasi ekstrim yang jarang terjadi (Griffin dan Tversky, 1992). Fenomena ini konsisten dengan Teori Penipuan Diri (Trivers, 2004) yang menyatakan bahwa IOT cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki melebihi yang sebenarnya sehingga menyebabkan timbulnya kesalahan prediksi harga yang lebih tinggi dibanding kinerja IOR.

Bukti penelitian empiris di pasar modal yang dilakukan oleh Bloomfield *et al.* (1999) menunjukkan bahwa ketika memperoleh berita buruk, rata-rata kesalahan harga *less informed investor* lebih tinggi dibandingkan *more informed investor* sehingga *less informed investor* menderita kerugian. Kerugian ini terjadi karena harga pasar saham yang terbentuk lebih rendah dibanding harga fundamentalnya sehingga transaksi penjualan netto menunjukkan bahwa *less informed investor* menjual saham dengan harga yang lebih murah dibanding harga fundamentalnya. Penelitian ini membuktikan bahwa *less informed investor* telah melakukan penipuan diri. Adanya berita buruk dapat menyebabkan harga saham menurun karena respon investor terhadap berita negatif akan menghasilkan lebih banyak penjualan daripada pembelian. Tetapi para investor yang berperilaku IOT cenderung mengabaikan risiko dari informasi karena mereka memiliki keyakinan mereka sendiri tentang pilihan, sehingga informasi tersebut tidak boleh mempengaruhi aktivitas perdagangan (Trinugroho & Sembel, 2011). Bukti penelitian empiris di pasar modal yang dilakukan oleh Bloomfield dan Libby (1996), Camerer *et al.* (1989) konsisten dengan penelitian Bloomfield *et al.* (1999). Oleh karena itu, dapatlah disusun hipotesis sebagai berikut:

H4: Kesalahan prediksi harga saham investor berperilaku overconfidence tinggi (IOT) lebih tinggi dibanding kesalahan prediksi harga saham syariah investor berperilaku overconfidence rendah (IOR) setelah menerima Berita buruk di pasar modal syariah.

5. Perilaku *Overconfident* terhadap Volume Perdagangan Saham

Overconfidence adalah tendensi individu untuk mengatribusikan kesuksesan atau hasil yang menguntungkan sebagai kemampuan yang dimiliki individu, dan menganggap hasil yang tidak menguntungkan atau kegagalan merupakan suatu hal yang di luar pengendaliannya atau merupakan ketidakberuntungan (Miller and Ross, 1975). Teori perdagangan yang berlebihan berpendapat bahwa perilaku *overconfident* akan mengarah pada kecenderungan investor untuk mempraktekkan strategi perdagangan yang agresif dan berlebihan. Pada akhirnya, itu akan menyebabkan kinerja investasi yang buruk.

Penelitian yang disajikan oleh Benos (1998) menggunakan riset pasar lelang, menyimpulkan bahwa melebih-lebihkan keakuratan informasi akan menyebabkan peningkatan volume perdagangan investor. Statman *et al*. (2006) menggunakan data level pasar di Amerika Serikat untuk menguji hipotesis bahwa perilaku *overconfidence* menyebabkan meningkatnya volume perdagangan. Hasil temuan ini konsisten dengan hipotesis bahwa semakin tinggi tingkat *overconfidence* menyebabkan semakin besar volume perdagangan sepanjang *return* masa lalu yang tinggi sebagai proksi *overconfidence*. Proksi *overconfidence* dalam penelitian Barber and Odean (2001) adalah gender; mereka menguji perilaku psikologi investor dan memberikan bukti bahwa tingkat *overconfidence* yang tinggi untuk pria dibandingkan dengan wanita, dan hal ini konsisten dengan model *overconfidence*. Biais *et al*. (2005) menguji secara eksperimental apakah ancaman psikologi dan bias kognitif mempengaruhi perdagangan dan kinerja; dan memberikan bukti bahwa *overconfidence* mengurangi kinerja perdagangan dalam eksperimen pasar aktiva.

Glaser dan Weber (2007) memberikan bukti bahwa investor yang merasa memiliki kemampuan investasi dan kinerja masa lalu di atas rata-rata akan melakukan perdagangan lebih banyak. Mittal and Vyas (2009) mengindikasikan bahwa kemampuan dan pendapatan adalah faktor yang mempengaruhi *confidence*; tingkat *confidence* antar investor akan meningkat ketika mereka mendapatkan pendapatan yang meningkat dan investor yang memiliki kemampuan yang tinggi cenderung lebih *confidence*. Gervais dan Odean (2001) menemukan bahwa peningkatan volume perdagangan dan volatilitas akan menyebabkan penghasilan

investor yang berkurang dan bahkan negatif. Daniel *et al.* (1998) juga menyimpulkan bahwa perilaku *overconfident* di pasar keuangan dapat menyebabkan efek yang berbahaya, tetapi dalam beberapa kasus dapat menghasilkan pengembalian atau *return* melebihi investor yang rasional. Penelitian empiris yang dilakukan oleh Graham *et.al* (2006), Grinblatt dan Keloharju, (2009) menemukan bahwa tingkat *overconfidence* investor mempengaruhi frekuensi perdagangan dan volume perdagangan. Semakin besar keinginan untuk melakukan perdagangan akan membuat transaksi mereka lebih agresif, yang ditunjukkan oleh frekuensi perdagangan yang lebih tinggi dan volume transaksi lebih banyak.

Self Deception Theory didasarkan pada argumentasi bahwa ketika seseorang berperilaku overconfidence dan memperoleh umpan balik maka dirinya akan mengetahui kesalahan yang telah dilakukannya. Secara spesifik, ketika orang yang bersangkutan mengetahui hasil prediksinya dan prediksi standarnya maka akan timbul kesadaran bahwa dirinya telah terjebak pada pembentukan keyakinan yang tidak tepat. Pada tahap ini, individu yang bersangkutan akan menyadari bahwa dirinya telah melakukan penipuan diri yaitu dengan memberikan penilaian yang berlebihan pada ketepatan tingkat pengetahuan yang dimilikinya melebihi tingkat pengetahuan yang sebenarnya sehingga cenderung memberi probabilitas yang tinggi pada kebenaran penilaiannya. Hal ini dapat dibuktikan dengan adanya penyimpangan prediksi yang relatif tinggi dari prediksi rata-ratanya atau prediksi standarnya sehingga menempatkan dalam posisi yang memperoleh kerugian. Berdasarkan argumentasi di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah

H5: Volume perdagangan saham yang dilakukan investor berperilaku overconfident tinggi (IOT) lebih besar daripada volume perdagangan saham investor yang berperilaku overconfident rendah (IOR) di pasar modal syariah.

BAB III
METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan adalah eksperimen, yaitu bagian riset yang didalamnya terdapat manipulasi atas variabel independen dan pengamatan atas efek variabel tersebut terhadap variabel dependen (Cook & Campbell, 1979). Eksperimen adalah desain riset untuk menginvestigasi suatu fenomena dengan cara merekayasa keadaan atau kondisi lewat prosedur tertentu dan kemudian mengamati hasil perekayasaan tersebut serta menginterpretasinya (Nahartyo, 2012). Penelitian ini merupakan penelitian eksperimen kuasi dengan *two group pretest-post test design* (Isaac dan Michael, 1985; Kufepaksi, 2007). Desain penelitian ini merupakan desain campuran antara *between* dan *Within Subject design*. *Between subject design* membandingkan pengaruh perlakuan atau treatment yang sama pada subyek yang berbeda. Secara spesifik, *between subject design* akan membandingkan rata-rata kesalahan prediksi (harga) saham antara dua kelompok investor yang berbeda tingkat *overconfidence*nya setelah mendapat perlakuan yang sama. *Within Subject design* membandingkan pengaruh perlakuan atau *treatment* yang berbeda pada subyek yang sama dengan menggunakan *repeated measure design*. Melalui *repeated measurement* ini, subyek atau partisipan yang sama akan diberi perlakuan yang berbeda secara berulang.

Berikut ini disajikan kondisi eksperimen.

Tabel 2. Kondisi Eksperimen

Situasi Pasar	Kesalahan Prediksi	
	Investor *Overconfident* Tinggi (IOT)	Investor *Overconfident* Rendah (IOR)
Pasar Tanpa Perlakuan (Tanpa informasi)	Tinggi H_1	Rendah
(Sesi Pra-Pembukaan dan sesi Perdagangan Utama)		
Pasar diberi perlakuan berupa pemberian informasi panduan prediksi saham.	Tinggi H_2	Rendah
(Sesi Perdagangan Utama)		
Pasar diberi perlakuan berupa pemberian berita bagus.	Tinggi H_3	Rendah
(Sesi Perdagangan Utama)		
Pasar diberi perlakuan berupa pemberian berita buruk.	Tinggi H_4	Rendah
(Sesi Perdagangan Utama)		
	Volume Perdagangan	
Sesi Pra-pembukaan dan sesi Perdagangan utama	Tinggi H_5	Rendah

3.2 Variabel Penelitian

3.2.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kesalahan prediksi harga saham dan volume perdagangan saham.

1. Kesalahan prediksi = $\frac{\text{(Harga prediksi saham – Harga fundamental saham)}}{\text{Harga fundamental saham}}$

2. Kesalahan harga = $\frac{\text{(}\textit{Bid/ask price}\text{ – Harga fundamental saham)}}{\text{Harga fundamental saham}}$

3. Volume perdagangan = jumlah volume perdagangan (lot) yang dibuat oleh para partisipan .

Keterangan :

- Kesalahan prediksi menunjukkan tingkat ketidaktepatan prediksi yang dihasilkan oleh investor (IOT dan IOR) ketika menentukan prediksi harga saham. Secara spesifik, kesalahan prediksi di sesi Pra-Pembukaan diukur oleh besarnya penyimpangan harga prediksi dari harga fundamentalnya yang dinyatakan dalam bentuk rasio (Bloomfield *et al.*, 1999).
- Kesalahan harga adalah kesalahan investor dalam menentukan harga saham yang mendekati harga fundamental pada periode Perdagangan Utama. Kesalahan harga diukur oleh besarnya penyimpangan *bid/ask price* dari harga fundamentalnya.
- Harga prediksi saham adalah taksiran harga saham yang dikirimkan investor ke buku order pada periode Pra-Pembukaan saham yang menunjukkan prediksi harga beli maksimal atau harga jual minimal suatu saham tertentu dari masing-masing investor. Harga prediksi ini ditentukan setelah investor menaksir harga reservasi saham yang mencerminkan harga saham ketika investor dalam posisi *indifferent* untuk membeli atau menjual saham (Bloomfield *et al.*, 1999).
- *Bid (ask) pri*ce adalah harga penawaran beli (jual) saham yang dikirimkan oleh investor ke buku order pada periode Perdagangan Utama.
- Harga Fundamental saham diukur menggunakan *Price Sales Ratio* (Reilly & Brown, 2011).
- Laba rugi perdagangan saham = (harga pasar yang terbentuk - harga fundamental) / harga fundamental.

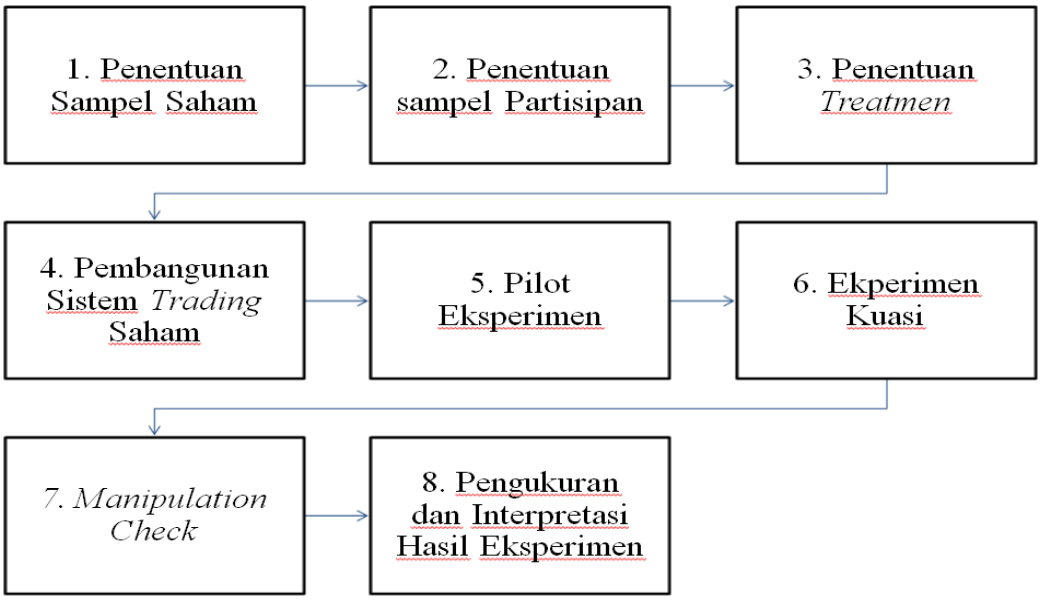
3.2.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah perilaku *overconfident*. Perilaku *overconfident* dalam konteks perdagangan saham merupakan perilaku investor yang memberi bobot berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki, melebihi yang sebenarnya sehingga menghasilkan prediksi dengan tingkat kesalahan yang lebih tinggi dibanding

prediksi rata-rata atau standarnya. Perilaku *overconfident* dapat diidentifikasi dari *score* atau tingkat *overconfidence* yang diperoleh melalui uji kalibrasi tingkat keyakinan, mengacu kepada Klayman *et al*. (1999) dengan beberapa penyesuaian dengan keadaan di Indonesia. Uji kalibrasi tingkat keyakinan dilakukan melalui program komputer yang didesain khusus untuk keperluan tersebut. Setiap responden harus menjawab pertanyaan dengan memilih satu di antara dua jawaban yang tersedia dan selanjutnya menentukan tingkat keyakinan terhadap jawaban benarnya itu dalam kisaran 50% -100%. Nilai *overconfidence* ditentukan dengan formula rata-rata tingkat keyakinan dikurangi rata-rata proporsi jawaban benar. Nilai *overconfidence* yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai *overconfidence* yang positif, sedangkan nilai *overconfidence* yang negatif merepresentasikan perilaku *underconfident* sehingga tidak dapat menjadi anggota sampel penelitian. Tingkat *overconfidence* positif memiliki tiga level yaitu tingkat *overconfidence* tinggi yang direpresentasikan oleh perilaku IOT, tingkat *overconfidence* moderat (IOM), dan tingkat *overconfidence* rendah yang direpresentasikan oleh perilaku IOR.

3.3 Prosedur Penelitian Eksperimen

Untuk memperoleh validitas internal yang tinggi maka penelitian eksperimen membutuhkan beberapa prosedur pelaksanaan teknis sebagai berikut:



Gambar 3. Prosedur Penelitian Eksperimen

3.3.1 Sampel Saham

Sampel Saham dalam penelitian ini adalah 30 jenis saham yang aktif diperdagangkan pada Jakarta Islamic Indeks (JII) tahun 2020. Saham tersebut akan diperdagangkan dalam 9 sesi perdagangan dan yang dilakukan dalam 10 putaran. Sampel saham dalam penelitian ini akan diberikan kode yang berbeda untuk menghilangkan bias pengenalan investor untuk saham dan mengontrol faktor maturasi atau kematangan, yaitu perubahan alamiah yang dialami partisipan akibat berlalunya waktu selama eksperimen berlangsung berupa rasa bosan, lapar atau lelah.

3.3.2 Sampel Partisipan

Validitas internal berhubungan dengan kualitas eksperimen yang dilakukan dan tingkat kepercayaan terhadap hasil eksperimen. Oleh karena itu, kelompok eksperimen dan kelompok kontrol idealnya bersifat *equivalen*, artinya semua anggota kelompok memiliki karakteristik yang sama kecuali faktor-faktor yang akan diberi perlakuan oleh eksperimenter (Christensen, 2007). Kenyataannya penelitian eksperimen kuasi atau *non equivalent control group design* Cook & Campbell (1979) menunjukkan bahwa subyek dalam kelompok eksperimen dan kelompok kontrol memiliki karakteristik atau variabel yang tidak sama. Karakteristik subyek yang tidak sama tersebut merupakan variabel ekstrani yang tidak dapat dihindari dalam penelitian ekperimen kuasi. Selain itu, adanya pengelompokan berdasarkan kesamaan karakteristik tertentu dan tidak menggunakan teknik randomisasi yang berpotensi menimbulkan *self selection bias*.

Kerlinger (1983) menyarankan agar peneliti menggunakan sampel dari populasi yang sama atau sampel yang mirip dengan populasinya untuk mengurangi kendala *self selection* dan potensi terjadinya *rival hyphotesis* (hipotesis tandingan). Steckler & McLeroy (2008) menyatakan penggunaan mahasiswa sebagai sampel masih dapat dikatakan valid karena akan menunjukkan fenomena yang *genuine* (asli), lebih mudah diberi perlakuan. Di samping itu, mahasiswa sudah memiliki bekal akademik yang memadai sehingga akan mempermudah pemahaman mereka mengenai mekanisme dan prosedur

perdagangan saham, pemahaman pengambilan keputusan investasi dengan karakteristik tanpa pengalaman. Hal ini akan meningkatkan keberhasilan pelaksanaan eksperimen.

Populasi partisipan dalam penelitian ini adalah Mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis Institut Informatika dan Bisnis (IIB) Darmajaya yang sudah mengambil mata kuliah Manajemen Keuangan dan Manajemen Investasi serta tidak memiliki pengalaman bermain saham. Pengelompokan sampel dilakukan berdasarkan kesamaan karakteristiknya dengan menggunakan teknik *matching* (kesesuaian) berdasarkan kesamaan tingkat *overconfidence*. Tingkat *overconfidence* dapat dideteksi dengan menggunakan uji kalibrasi tingkat keyakinan, mengacu kepada Klayman *et al.* (1999) dengan beberapa modifikasi, menyesuaikan dengan keadaan di Indonesia (Kufepaksi, 2007).

Uji kalibrasi tingkat keyakinan terhadap partisipan dilakukan dengan meminta masing-masing partisipan untuk menjawab dan mengisi setiap pertanyaan yang disusun berdasarkan urutan tingkat kesulitannya. Dimulai dari kelompok pertanyaan yang mudah ke kelompok pertanyaan yang relatif lebih sulit. Penilaian mudah dan sulitnya pertanyaan dilakukan melalui beberapa kali pengujian kuesioner dengan menggunakan metode ranking. Uji kuesioner dilakukan dalam rangkaian pelaksanaan *pilot project* ke partisipan yang bukan menjadi target penelitian. Kuesioner ini terdiri dari 20 pertanyaan. Uji kalibrasi tingkat keyakinan dilakukan melalui program komputer yang didesain khusus untuk keperluan eksperimen. Setiap partisipan harus menjawab pertanyaan dengan memilih satu di antara dua jawaban yang tersedia dan selanjutnya menentukan tingkat keyakinan terhadap jawaban benarnya itu dalam kisaran 50% -100% sehingga dapat ditentukan nilai *overconfidence* per kelompok pertanyaan dengan formula rata-rata tingkat keyakinan dikurangi rata-rata proporsi jawaban benar. Selanjutnya, rata-rata nilai *overconfidence* dapat ditentukan sebesar nilai atau *score* rata-rata *overconfidence* per pertanyaan. Seseorang masuk dalam kategori *overconfident* atau tidak ditentukan oleh besarnya rata-rata nilai *overconfidence.*

Menurut Joseph *et al.* (2010), ukuran sampel minimal adalah sebanyak 20 orang tiap selnya, sedangkan menurut Christensen (2007) sebanyak 15

orang per selnya dan menurut Roscoe (1975) sebanyak 10 hingga 20 orang per selnya. Menurut Kerlinger dan Lee (1983), jumlah peserta minimal untuk *between subject design* ditentukan sebesar jumlah subyek yang dibutuhkan tiap perlakuan x jumlah kondisi *treatment.* Desain penelitian ini melibatkan 30 orang tiap selnya yang telah lolos kalibrasi *overconfidence*, sehingga memenuhi persyaratan ukuran sampel minimal. Partisipan total yang telah lolos kalibrasi *overconfidence* akan dibagi kedalam 3 kategori. Sepuluh partisipan dengan level *overconfidence* yang tinggi (partisipan dengan tingkat kemampuan rendah tetapi tingkat keyakinan tinggi), Sepuluh partisipan dengan level *overconfidence* rendah (partisipan dengan tingkat kemampuan tinggi tetapi tingkat keyakinan rendah), dan sepuluh partisipan dengan level *overconfidence* moderat atau rata-rata (partisipan yang memiliki kemampuan dan tingkat keyakinan moderat atau rata-rata).

Untuk memilih partisipan yang diikutsertakan dalam penelitian eksperimen ini, peneliti melakukan kontak personal dengan dosen pengampu mata kuliah Manajemen Keuangan dan Manajemen Investasi, di lingkungan FEB IIB Darmajaya untuk meminta mahasiswanya berpartisipasi dalam riset eksperimen ini. Setelah perkuliahan berakhir, atas ijin dosen yang bersangkutan, peneliti menjelaskan rencana penelitian eksperimen dan selanjutnya kepada yang berminat diberi surat kesediaan mengikuti seluruh rangkaian kegiatan penelitian eksperimen.

3.3.3 Perlakuan (*Treatment*)

Secara spesifik, perlakuan dalam penelitian ini dilakukan terhadap situasi yang mewarnai hubungan kausal antara variabel independen dan variabel dependennya. Perlakuan terhadap situasi dilakukan dengan tujuan untuk mengidentifikasi ada tidaknya insentif informasi atau pengetahuan dalam mempengaruhi tingkat kesalahan prediksi harga saham. Pemberian perlakuan tersebut diharapkan dapat memberi pengaruh yang berbeda pada kesalahan prediksi harga saham IOT dan IOR karena masing-masing kelompok investor tersebut memiliki tingkat *overconfidence* yang berbeda. Materi perlakuan dalam penelitian ini dijelaskan di bagian berikut.

3.3.3.1 Panduan Prediksi Saham

Pada penelitian eksperimen ini, umpan balik berupa informasi panduan prediksi diberikan kepada partisipan dengan tujuan untuk memberi perlakuan pada situasi pasar sehingga diperoleh variasi pada variabel dependen. Secara khusus eksperimenter menyampaikan informasi berupa data fundamental saham yaitu *Return On Equity* (ROE), tingkat pertumbuhan ROE, *Sales* atau penjualan, tingkat pertumbuhan penjualan, tingkat *Sales/Share*, dan tingkat *Book Value/Share*, mengacu kepada Bernard (1994) dan Reilly & Brown (2011). Peneliti menyediakan informasi yang berkaitan dengan variabel-variabel keuangan dari masing-masing perusahaan sehingga diharapkan akan membantu partisipan dalam menentukan harga fundamental saham. Melalui pemberian panduan prediksi ini, IOT dan IOR akan melakukan proses belajar yang berbeda karena mereka masing-masing memiliki tingkat pengetahuan yang berbeda sehingga akan mengolah informasi dengan cara yang berbeda juga. Secara normatif, pemberian informasi panduan akan meningkatkan pemahaman tentang faktor-faktor yang mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan, terutama dalam menentukan prediksi harga saham. Peningkatan pemahaman akan membawa konsekuensi yang berbeda pada masing-masing kelompok dalam mengambil keputusan sehingga akan diperoleh kesalahan prediksi harga yang berbeda juga.

3.3.3.2 Berita Bagus dan Berita Buruk

Peristiwa yang digunakan sebagai materi perlakuan (*treatment*) harus bebas dari pengaruh *signaling motive* sebab melalui penelitian ini diharapkan prediksi peningkatan dan penurunan harga yang terjadi semata-mata karena pengaruh perilaku *overconfident*, bukan karena pengaruh *signaling motive* (Kufepaksi, 2007). Menurut Daniel *et al.* (1998), peristiwa yang dapat dikategorikan sebagai peristiwa yang mampu menyampaikan signal berita bagus adalah semua peristiwa yang diyakini akan meningkatkan harga pasar saham. Peningkatan harga pasar saham akan menyebabkan peningkatan kekayaan atau kemakmuran pemegang saham. Jenis peristiwa yang masuk dalam kategori berita bagus adalah peristiwa pembelian kembali saham, rekomendasi

beli dari analis saham, pemberian bonus kepada manager dan jajaran direksi, pembayaran dividen yang meningkat, dan laba yang diperoleh perusahaan. Di lain pihak, peristiwa yang mampu menyampaikan signal berita buruk merupakan peristiwa yang diyakini akan menurunkan harga pasar saham sehingga dapat menurunkan tingkat kemakmuran pemegang saham. Jenis peristiwa atau informasi yang mampu menyampaikan signal berita buruk adalah emisi saham baru, rekomendasi jual dari analis saham, kegagalan menghindari pajak, pembayaran dividen yang menurun oleh perusahaan, dan kerugian yang diperoleh perusahaan.

Penelitian empiris di pasar modal yang dilakukan oleh Stickel (1995) konsisten dengan Daniel *et al.* (1998). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa rekomendasi jual dan beli dari analis saham yang memiliki reputasi baik akan memberi pengaruh yang permanen pada harga. Rekomendasi beli dari analis saham yang memiliki reputasi baik akan meningkatkan harga saham dan sebaliknya rekomendasi jual akan menyebabkan penurunan harga. Di samping itu, penelitian Stickel (1995) juga menunjukkan bahwa situasi ekonomi dan politik juga akan memberi pengaruh yang beragam pada pasar. Misal, kebijakan peningkatan suku bunga pinjaman akan memberi pengaruh yang negatif pada pasar sehingga pasar akan menterjemahkannya sebagai berita buruk, sedangkan Penurunan suku bunga pinjaman akan memberi signal berita bagus pada pasar. Beberapa bukti empiris lain menunjukkan bahwa emisi saham baru (*initial public offering*) memberikan signal berita buruk karena pasar akan menterjemahkan kebijakan ini sebagai kebijakan yang akan menurunkan keuntungan sebab perusahaan hanya akan menjual saham baru ketika harga sahamnya berada pada level yang tinggi (Jain & Kini, 1994; Loughran & Ritter, 1997). Ketika harga saham diyakini sebagai harga yang tinggi maka investor cenderung melepas atau menjual sahamnya sehingga mendorong harga bergerak turun sehingga akan menimbulkan penurunan keuntungan, bahkan dapat menyebabkan kerugian.

Penelitian empiris Wong & Rao (1998) di pasar modal menunjukkan bahwa pemberian bonus kepada manager dan jajaran direksi juga akan memberikan signal positif pada pasar sebab informasi semacam ini mampu merefleksikan signal berita bagus pada pasar. Pasar akan mempersepsikan bahwa

perusahaan mampu meningkatkan keuntungan sehingga informasi ini berpotensi meningkatkan harga pasar saham. Sebaliknya, ketidakmampuan menghindari pajak akan memberikan respon atau signal negatif pada pasar. Pasar akan mempersepsikan informasi tersebut sebagai suatu signal berita buruk karena ketidakmampuan menghindari pajak akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk memperoleh keuntungan yang lebih tinggi sehingga informasi ini berpotensi menurunkan harga pasar saham. Ketidakmampuan perusahaan dalam menghindari pajak lebih banyak disebabkan terbatasnya kompetensi manager dalam menjalankan kebijakan strategisnya. Manajer yang kompeten akan mampu menggunakan kebijakan strategisnya untuk menghindari pajak, misal melalui kebijakan depresiasi, penilaian persediaan atau melakukan merger.

Gunasekarage & Power (2006) melakukan penelitian mengenai fenomena yang muncul sebagai dampak pemberitaan dividen. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang melaporkan pemotongan pembayaran dividennya adalah perusahaan yang melaporkan *Bad News*, sedangkan perusahaan yang melaporkan peningkatan pembayaran dividen melaporkan *Good News*. Hal tersebut menarik investor karena investor dapat melakukan investasi dan berkesempatan mendapat *return* dengan panduan pemberitaan dividen. Frankfurter dan Wood, Jr. (2003) menyatakan perubahan harga saham yang dihasilkan dari pembayaran dividen karena kandungan informasi dan merupakan cerminan dari perbedaan informasi yang diketahui antara manajer perusahaan dan investor. Sant & Cowan (1994) mengatakan bahwa perusahaan yang melakukan pembayaran dividen mengindikasikan kemampuan keuangannya dan manajer perusahaan memutuskan untuk memberi sinyal informasi kepada investor tentang harapan mereka akan *earning* di masa akan datang dengan menaikkan atau menurunkan dividen. Sebuah implikasi dari kesimpulan di atas jika perusahaan yang menaikkan tingkat deviden maka akan diikuti dengan reaksi kenaikan harga saham.

Berdasarkan bukti empiris tersebut, eksperimen ini menggunakan beberapa peristiwa spesifik seperti yang ditampilkan dalam Tabel 3.2 sebagai proksi berita bagus dan berita buruk.

Tabel 3. Peristiwa / Informasi Dalam Eksperimen

Kategori Peristiwa / Informasi	Berita Bagus	Berita Buruk
Kebijakan perusahaan	Pembelian kembali saham	Emisi Saham Baru
	Peningkatan pembayaran dividen	Penurunan Pembayaran Dividen
Rekomendasi analis saham	Rekomendasi beli	Rekomendasi Jual
Kinerja Manajemen	Pemberian bonus kepada manager	Kegagalan menghindari pajak
Kondisi ekonomi	Penurunan Suku Bunga	Peningkatan Suku Bunga
	Laba berjalan	Rugi berjalan

Sumber : Stickel (1995), Teoh *et.al* (1998), Gubasekarage dan Power (2006)

3.3.4 Desain Sistem *Trading* Saham

Semua partisipan yang berjumlah 30 orang mengikuti perdagangan saham secara simultan dengan menggunakan komputer. Semua partisipan tersebut mengikuti simulasi perdagangan yang mentransaksikan 30 jenis saham yang dilaksanakan dalam 3 periode perdagangan yang masing-masing dilaksanakan dalam 4 putaran yang masing-masing dilaksanakan dalam 3 sesi yang mentransaksikan tiga jenis saham yang berbeda. Setiap putaran perdagangan dalam tiap sesi membutuhkan waktu selama 5 menit. Sistem perdagangan saham yang diberlakukan adalah sistem *batch process*. Dalam perdagangan saham ini, tidak diperkenankan adanya *short selling* yaitu memperjual belikan saham yang bukan miliknya. Oleh karena itu, setiap partisipan diberi modal awal berupa uang tunai artifisial sebesar Rp 100.000.000,- dan 100 lembar untuk masing-masing jenis saham. Ketentuan modal awal dan lembar saham tersebut didasarkan atas rata-rata harga saham indeks JII pada tahun 2020 sebesar Rp 5.397 per lembar, sehingga investor leluasa melakukan transaksi beli dan jual serta mengacu pada penelitian eksperimen Trinugroho dan Sembel, (2011).

3.3.4.1 Periode Pertama

Pada periode, putaran dan sesi pertama, program komputer membuka transaksi perdagangan sesi Pra-Pembukaan (*pre-opening*) untuk tiga jenis saham yang pertama dengan situasi tanpa perlakuan. Di sesi Pra-Pembukaan ini, partisipan diminta untuk menentukan dan mengirimkan harga prediksi untuk ketiga jenis saham pada periode t+1 berdasarkan informasi harga pada periode sebelumnya dan informasi keuangan yang tersedia dengan memperhatikan ketentuan *tick size*, meskipun ketentuan maksimum perubahan harga tidak diberlakukan. Selanjutnya, partisipan menentukan volume saham yang dibeli atau dijual dalam kisaran 1 sampai 25 lembar untuk tiap sahamnya. Partisipan diberi waktu yang terbatas (kurang lebih 5 menit) untuk menentukan dan mengirimkan harga prediksi beserta volume ordernya. Komputer tidak memproses order yang masuk sebelum waktu yang diberikan habis, meskipun seluruh order sudah masuk dalam *book order*.

Setelah waktu yang diberikan habis, komputer secara simultan dan otomatis memproses semua harga prediksi yang dikirimkan beserta volume ordernya sedemikian rupa sehingga diperoleh harga pasar untuk ketiga jenis saham. Berdasarkan harga pasar tersebut, komputer kemudian menentukan transaksi yang sesuai (*deal atau match*). Komputer lalu menghitung kerugian dan keuntungan dari perdagangan saham terhadap transaksi-transaksi yang sudah sesuai. Kerugian dan keuntungan diperoleh dengan membandingkan harga pasar yang terbentuk dengan nilai saham yang sebenarnya atau nilai fundamentalnya. Transaksi putaran pertama, sesi pertama dinyatakan selesai. Selanjutnya, partisipan memasuki putaran pertama, sesi kedua.

Di sesi kedua, seluruh partisipan memasuki sesi Perdagangan Utama. Ketentuan yang membedakan antara sesi Pra-Pembukaan dan sesi Perdagangan Utama adalah ketentuan *tick size*. Di sesi Perdagangan Utama, ketentuan *tick size* diberlakukan sepenuhnya, termasuk ketentuan maksimum perubahan harga, yang tidak diberlakukan di sesi Pra-Pembukaan. Prosedur yang harus dilakukan oleh partisipan di sesi kedua ini sama dengan sesi pertama. Transaksi putaran pertama, sesi kedua dinyatakan selesai dan partisipan memasuki transaksi putaran pertama, sesi ketiga.

Ketentuan yang diberlakukan pada putaran pertama sesi ketiga sama dengan sesi kedua, namun di sesi ketiga ini, eksperimenter memberi perlakuan pada situasi pasar yaitu dengan memberikan informasi tambahan berupa panduan prediksi harga saham sebelum partisipan menentukan *bid/ask price*nya. Prosedur selanjutnya sama dengan prosedur di sesi sebelumnya dan transaksi putaran pertama sesi ketiga dinyatakan selesai. Selanjutnya, partisipan memasuki putaran kedua, ketiga dan keempat. Pada ketiga putaran perdagangan ini, tiap partisipan mengulangi prosedur transaksi seperti pada putaran pertama dengan memperdagangkan 3 jenis saham yang kedua, ketiga, dan keempat.

3.3.4.2 Periode Kedua

Pada periode kedua, putaran kelima, sesi pertama, semua partisipan memasuki sesi Pra-Pembukaan dengan ketentuan dan prosedur yang sama dengan sesi Pra- Pembukaan periode pertama. Hal yang membedakan antara sesi Pra-Pembukaan pada periode pertama dan kedua adalah bahwa semua partisipan sudah menerima informasi panduan prediksi harga saham ketika memasuki periode kedua sehingga partisipan akan memberikan respon yang berbeda ketika melakukan prediksi di kedua periode perdagangan tersebut. Setelah komputer memproses semua transaksi di sesi pertama ini, partisipan memasuki putaran perdagangan kelima, sesi kedua yang prosedur dan ketentuannya sama dengan semua putaran perdagangan sesi kedua pada periode pertama. Setelah komputer memproses semua transaksi, seluruh partisipan memasuki putaran kelima, sesi ketiga.

Di sesi ini, eksperimenter memberi perlakuan pada situasi pasar yaitu dengan memberikan tambahan informasi berupa berita bagus dan berdasarkan tambahan informasi ini, partisipan diminta untuk menentukan dan mengirimkan *bid/ask price*nya. Setelah komputer memproses semua transaksi, partisipan selanjutnya memasuki putaran keenam sesi pertama dan kedua yang prosedur dan ketentuannya sama dengan putaran perdagangan sesi pertama dan kedua pada periode pertama. Setelah semua partisipan menyelesaikan semua transaksi perdagangan mereka, komputer akan segera memproses semua transaksi dan selanjutnya partisipan memasuki putaran keenam sesi ketiga. Di sesi ini,

eksperimenter kembali memberi perlakuan pada situasi pasar berupa berita buruk dan berdasarkan tambahan informasi ini, partisipan menentukan harga *bid/ ask price*nya dan selanjutnya komputer akan memproses semua transaksi. Selanjutnya partisipan memasuki putaran ketujuh dan delapan dengan prosedur seperti di sesi kedua dan ketiga.

3.3.4.3 Periode Ketiga

Pada periode ketiga, putaran kesembilan, sesi pertama, semua partisipan memasuki sesi Pra-Pembukaan dengan ketentuan dan prosedur yang sama dengan sesi Pra-Pembukaan periode pertama. Setelah komputer memproses semua transaksi di sesi pertama ini, investor memasuki putaran perdagangan kesembilan, sesi kedua yang prosedur dan ketentuannya sama dengan semua putaran perdagangan sesi kedua pada periode pertama. Setelah komputer memproses semua transaksi, seluruh partisipan memasuki putaran kesembilan, sesi ketiga.

Di sesi ini, eksperimenter memberi perlakuan pada situasi pasar berupa berita buruk dan berdasarkan tambahan informasi ini, partisipan diminta untuk menentukan dan mengirimkan *bid/ask price*nya. Setelah komputer memproses semua transaksi, partisipan selanjutnya memasuki putaran kesepuluh sesi pertama dan kedua yang prosedur dan ketentuannya sama dengan putaran perdagangan sesi pertama dan kedua pada periode pertama. Setelah semua partisipan menyelesaikan semua transaksi perdagangan mereka, komputer akan segera memproses semua transaksi dan selanjutnya partisipan memasuki putaran kesepuluh sesi ketiga. Di sesi ini, eksperimenter memberi perlakuan pada situasi pasar berupa berita bagus dan berdasarkan tambahan informasi ini, partisipan menentukan harga *bid/ ask price*nya dan selanjutnya komputer akan memproses semua transaksi. Setelah komputer memproses semua transaksi, proses perdagangan saham dinyatakan selesai.

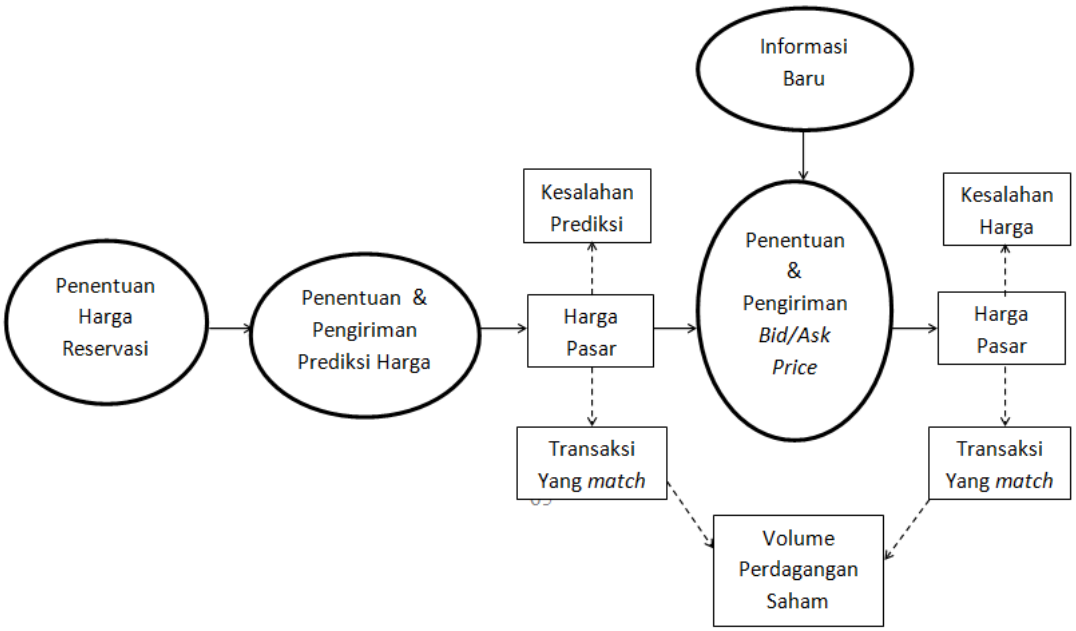
Dengan demikian, melalui proses penentuan dan pengiriman prediksi harga dan *bid/ask price*, proses pembentukan harga berlangsung terus menerus sepanjang terjadi transaksi yang sesuai (*deal atau match*). Proses pembentukan harga yang berkesinambungan ini dapat diinterpretasikan juga sebagai proses koreksi terhadap harga pasar yang terjadi pada periode atau sesi perdagangan sebelumnya sehubungan dengan masuknya informasi baru ke pasar. Koreksi

pasar ini akan terjadi terus menerus yang ditunjukkan oleh nilai pasar saham yang berubah-ubah setiap saat.

Secara detil desain perdagangan saham dapat dilihat pada table 3.3 dan Skema proses pembentukan dan koreksi harga pasar saham pada gambar 3 di bawah ini.

Tabel 4. Desain Perdagangan Saham

Prd. Perdag	Putrn Perdagag	Periode Pra Pembukaan						Periode Perdagangan Utama					
		Tanpa Perlakuan			Tanpa Perlakuan			Perlakuan					
		Sesi 1			Sesi 2			Sesi 3					
		Pra Pembukaan1			PUTP1_2			Panduan					
I.	1.	S-1	S-2	S-3	S-1	S-2	S-3	S-1	S-2	S-3			
	2.	S-4	S-5	S-6	S-4	S-5	S-6	S-4	S-5	S-6			
	3.	S-7	S-8	S-9	S-7	S-8	S-9	S-7	S-8	S-9			
	4.	S-10	S-11	S-12	S-10	S-11	S-12	S-10	S-11	S-12			
		Sesi 1			Sesi 2			Sesi 3			Sesi 3		
		Pra Pembukaan 2			PUTP2_2			Berita bagus			Berita Buruk		
II.	5.	S-13	S-14	S-15	S-13	S-14	S-15	S-13	S-14	S-15			
	6.	S-16	S-17	S-18	S-16	S-17	S-18				S-16	S-17	S-18
	7.	S-19	S-20	S-21	S-19	S-20	S-21	S-19	S-20	S-21			
	8.	S-22	S-23	S-24	S-22	S-23	S-24				S-22	S-23	S-24
		Sesi 1			Sesi 2			Sesi 3			Sesi 3		
		Pra Pembukaan 3			PUTP3_2			Berita Buruk			Berita Bagus		
III.	9.	S-25	S-26	S-27	S-25	S-26	S-27	S-25	S-26	S-27			
	10.	S-28	S-29	S-30	S-28	S-29	S-30				S-28	S-29	S-30



Gambar 4. Skema proses pembentukan dan koreksi harga pasar saham

3.3.5 Pelaksanaan Pilot *Experiment*

Sebelum eksperimen yang sesungguhnya dilaksanakan maka perlu dilakukan *pilot experiment* yang bertujuan untuk memperbaiki desain dan prosedur eksperimen. *Pilot experiment* pada dasarnya adalah suatu penelitian eksperimen yang dilakukan untuk menguji coba desain penelitian pada subyek yang bukan menjadi target penelitian eksperimen yang sesungguhnya. *Pilot experiment* ini dilakukan pada mahasiswa S-1 Fakultas Ekonomi dan Bisnis Institut Informatika dan Bisnis (IIB) Darmajaya Lampung yang masing-masing diikuti oleh 30 orang yang telah lolos kalibrasi *overconfidence*. Dengan melakukan *pilot experiment* maka dapat diketahui antara lain ketidakjelasan instruksi, informasi yang tidak lengkap, kemungkinan terjadinya kebocoran informasi yang tidak dapat diantisipasi sebelumnya, terlalu banyak atau sedikitnya waktu yang disediakan untuk aktivitas tertentu, kelemahan program komputer perdagangan saham, kurangnya jumlah pembantu pelaksana penelitian, lemahnya koordinasi kegiatan dan waktu pelaksanaan eksperimen. Kelemahan-kelemahan ini kemudian diperbaiki sehingga dapat meningkatkan kualitas pelaksanaan eksperimen yang sesungguhnya sekaligus meningkatkan validitas internalnya.

3.3.6 Pelaksanaan Eksperimen Sesungguhnya

Setelah semua kekurangan dalam pelaksanaan *pilot experiment* dapat diidentifikasi dan diperbaiki, maka eksperimen yang sesungguhnya dapat dilakukan. Eksperimen yang sesungguhnya dilakukan pada mahasiswa jurusan Akuntansi FEB IIB Darmajaya. Prosedur pelaksanaan eksperimen sama dengan prosedur *pilot experiment*.

Prosedur yang ditempuh dalam melakukan *pilot experiment* dan eksperimen kuasi ini adalah sebagai berikut:

3.3.6.1 Melakukan *setup* laboratorium

Satu jam sebelum *pilot experiment* dilaksanakan, perangkat komputer dalam laboratorium komputer dihidupkan. Menyiapkan perlengkapan pendukung yang digunakan dalam eksperimen oleh peneliti, misal alat tulis menulis untuk

partisipan, papan tulis beserta spidol, penghapus papan tulis, buku instruksi, nomor identifikasi partisipan dan lain sebagainya.

3.3.6.2 Registrasi

Pada hari dan jam yang sudah ditentukan, partisipan memasuki ruang laboratorium komputer. Peneliti meregistrasi partisipan dan selanjutnya mempersilahkan setiap partisipan mengambil tempat duduk. Setelah mereka menempati tempat duduk, mereka dipersilahkan membaca buku petunjuk (instruksi) permainan saham yang sudah disediakan di tiap tempat duduk. Partisipan diberi waktu selama 10 menit untuk membaca instruksi dalam buku petunjuk.

3.3.6.3 *Briefing*

Peneliti menjelaskan kembali tujuan pelaksanaan penelitian *pilot experiment* dan dilanjutkan dengan menjelaskan instruksi selama 30 menit yang meliputi:

- Mekanisme dan pelaksanaan perdagangan saham, sekaligus memperagakannya dengan menggunakan program komputer yang sudah disiapkan dan dirancang khusus untuk kepentingan penelitian ini.
- Penjelasan perhitungan laba rugi perdagangan saham.
- Penjelasan peraturan yang harus ditaati oleh seluruh partisipan penelitian eksperimen.

3.3.6.4 Uji coba

Setelah memperoleh semua penjelasan tersebut, semua partisipan dipersilahkan untuk melakukan uji coba di bawah bimbingan peneliti dan dialokasikan waktu selama 20 menit. Partisipan masih diperbolehkan mengajukan pertanyaan sepanjang pertanyaan itu menyangkut masalah teknis penggunaan perintah komputer. Peneliti tidak diperkenankan memberikan opini apapun. Setelah waktu uji coba habis, partisipan harus mempersiapkan diri untuk mengikuti *pilot experiment*.

3.3.6.5 Pelaksanaan *pilot experiment* dan Eksperimen kuasi

3.3.7 Debriefing dan Manipulation Check

Setelah pelaksanaan *pilot experiment* dan eksperimen kuasi berakhir, peneliti menyampaikan kembali tujuan utama yang ingin dicapai melalui penelitian ekperimen ini. Pada tahap ini dilakukan *manipulation check* juga dilakukan sebagai observasi akhir dengan tujuan untuk mengetahui apakah partisipan memahami tugas-tugas yang diberikan selama pelaksanaan penelitian eksperimen sekaligus untuk mengukur efektivitas perlakuan. Observasi akhir ini dilakukan setelah seluruh partisipan selesai melakukan seluruh rangkaian kegiatan perdagangan saham, sebelum pengumuman posisi keuntungan dan kerugian masing-masing partisipan.

3.5 Insentif

Selama mengikuti tiap putaran perdagangan saham, sebagian responden memperoleh keuntungan dan sebagian lainnya menderita kerugian. Keuntungan perdagangan saham yang diperoleh responden tidak ditentukan oleh besar kecilnya volume perdagangan, tetapi lebih pada kemampuan responden menentukan prediksi harga saham dengan akurat dalam waktu yang cepat karena mekanisme perdagangan saham memberlakukan prioritas harga dan waktu. Harga prediksi yang akurat adalah harga prediksi saham dan *bid/ask price* yang dapat menentukan harga pasar yang mendekati harga fundamentalnya. Dengan kata lain, keuntungan perdagangan saham ditentukan oleh kemampuan responden untuk memprediksi harga saham dengan kesalahan prediksi dan kesalahan harga yang lebih kecil dalam waktu yang relatif cepat. Pada akhir sesi perdagangan, komputer menghitung total untung rugi perdagangan saham setiap responden. Hasil kinerja perdagangan seluruh responden diranking berdasarkan besarnya keuntungan yang diperoleh masing-masing responden. Responden dengan ranking keuntungan no 1, 2 dan 3 masing-masing memperoleh hadiah khusus.

3.6 Model Empiris dan Pengujian Statistik

3.6.1 Bentuk model empiris

Bentuk model empiris yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. $\mathbf{KP_{injk} = \alpha + \beta_k (O_{injk}) + e_j}$
2. $\mathbf{VP_{injk} = \alpha + \beta_k (O_{injk}) + e_j}$

Notasi :

KP_{injk} = Rata-rata kesalahan prediksi (harga) investor i urutan ke n terhadap saham j pada situasi pasar k

VP_{injk} = Rata-rata volume perdagangan investor I urutan ke n terhadap saham j pada situasi pasar k.

i = 1, 2 (1= IOT, 2 = IOR)

n = 1, 2, 3…10

j = 1, 2 ,3,…30

k = 1, 2, 3, 4

1 = situasi pasar tanpa informasi

2 = situasi pasar dengan informasi panduan prediksi

3 = situasi pasar dengan berita bagus

4 = situasi pasar dengan berita buruk)

α = Nilai ekspektasi prediksi saham yang tak tergantung pada variabel independent O_{injk}

β_k = Koefisien respon O_{injk}

O_{injk} = Tingkat overconfidence investor i urutan ke n terhadap saham j pada situasi pasar k

e_j = Residual

3.6.2 Pengujian hipotesis

Pada penelitian ini, pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan ANOVA, *paired sample t test*, dan *independent sample t-test*. Sebelum dilakukan uji hipotesis, dilakukan uji kesamaan varian (homogenitas) dengan F-test *(Levene's Test)*, artinya jika varian sama, maka penggunaan *Equal Variances Assumed* (diasumsikan varian sama) dan jika varian berbeda menggunakan *Equal Variances Not Assumed* (diasumsikan varian berbeda)(Archie, 1985). Hipotesis (Ha) diterima dengan tingkat signifikansi 5%.

1. Analisis varians satu arah (ANOVA) digunakan untuk menguji apakah ada perbedaan yang signifikan dalam nilai / skor *overconfidence* antar kelompok.
2. Hipotesis 1 (H_1 *between subject*)) diuji menggunakan *Independen sample t-test*, apakah ada perbedaan prediksi harga saham syariah antara kelompok IOT dan IOR pada Pra-pembukaan perdagangan di pasar modal syariah.

3. *Independen sample t-test* digunakan untuk menguji H_2, H_3 dan H_4 (*between dan within subject*), apakah ada perbedaan prediksi harga saham sesudah diberikan perlakuan berupa panduan prediksi harga saham, berita bagus, dan berita buruk, baik pada kelompok IOT dan IOR pada perdagangan utama.
4. *Independen sample t-test* digunakan untuk menguji H_5, apakah ada perbedaan dalam volume perdagangan saham antara kelompok IOT dan IOR.

BAB V
SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

5.1 Simpulan

Penelitian eksperimental ini memberikan bukti-bukti empiris yang mendukung teori penipuan diri (*self deception theory*) yang berpendapat bahwa perilaku *overconfident* yang tinggi akan mengarah pada kecenderungan investor untuk melakukan kesalahan prediksi harga saham dan volume perdagangan di pasar modal syariah. Hal ini disebabkan investor yang melebih-lebihkan akurasi informasi yang mereka peroleh dan mempersepsikan diri mereka memiliki pengetahuan yang lebih baik serta mengklaim berita-berita baik yang berkembang sebagai kontribusi dirinya. Berdasarkan analisis data dan pembahasan hasil perhitungan yang telah diuraikan sebelumnya, maka simpulan dari penelitian adalah sebagai berikut :

1. Investor berperilaku *Overconfident* tinggi (IOT) memperoleh rata-rata kesalahan prediksi harga saham lebih tinggi daripada investor berperilaku *overconfident* rendah (IOR) di sesi Pra-pembukaan pasar modal Syariah. Rata-rata kesalahan prediksi IOT yang tinggi ini menjelaskan bahwa IOT menilai ketepatan pengetahuan dan tingkat akurasi prediksi harga saham secara berlebihan. Perilaku IOT membuktikan bahwa IOT mengimplementasikan perilaku penipuan diri (*self deception theory*).

2. Investor berperilaku *overconfident* tinggi (IOT) memperoleh rata-rata kesalahan prediksi harga saham lebih rendah daripada investor berperilaku *overconfident* rendah (IOR) di sesi pemberian panduan prediksi. Hal ini berarti bahwa panduan prediksi menaikan tingkat akurasi prediksi harga bagi IOT. Sebaliknya, panduan prediksi belum mampu menaikkan tingkat akurasi prediksi harga bagi IOR. Boleh jadi ada kecenderungan IOR untuk berperilaku rasional pada situasi tertentu dan tidak rasional pada situasi yang

lain sehingga menimbulkan proses pengambilan keputusan yang tidak konsisten.

3. Investor berperilaku *overconfident* tinggi (IOT) memperoleh rata-rata kesalahan prediksi harga saham lebih tinggi daripada investor berperilaku *overconfident* rendah (IOR) ketika menerima informasi berupa berita bagus. Berita bagus menyebabkan prediksi harga saham IOT menjadi semakin tidak akurat (kesalahan prediksi IOT meningkat). Sebaliknya, berita bagus menyebabkan prediksi harga saham IOR lebih akurat. Perilaku IOT membuktikan bahwa IOT mengimplementasikan perilaku penipuan diri (*self deception theory*).

4. Investor berperilaku *overconfident* tinggi (IOT) memperoleh rata-rata kesalahan prediksi harga saham lebih tinggi daripada investor berperilaku *overconfident* rendah (IOR) ketika menerima informasi berupa berita buruk. Berita buruk menyebabkan rata-rata kesalahan harga IOT lebih tinggi dibanding IOR secara signifikan. IOT menilai pengetahuan dan informasi mereka secara berlebihan dan IOT secara signifikan mengimplementasikan perilaku penipuan diri (*self deception*).

5. Investor berperilaku *overconfident* tinggi (IOT) menghasilkan volume perdagangan lebih besar daripada investor berperilaku *overconfident* rendah (IOR). Hasil ini konsisten dengan temuan sebelumnya bahwa tingkat *overconfidence* yang tinggi akan menyebabkan volume perdagangan menjadi lebih besar. Fenomena ini membuktikan bahwa IOT tidak memiliki pengetahuan dan informasi seperti yang dipersepsikannya. Temuan ini mengindikasikan bahwa IOT secara konsisten menampilkan perilaku penipuan diri.

6. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa, meskipun hampir di setiap sesi IOT memperoleh tingkat kesalahan prediksi tinggi, akurasi prediksi yang rendah, dan mengimplementasikan perilaku penipuan diri tetapi IOT masih memperoleh laba. Perolehan laba ini menjelaskan bahwa rata-rata kesalahan prediksi yang lebih tinggi tidak selalu menimbulkan kerugian. Ketika

mayoritas pelaku pasar mengimplementasikan perilaku penipuan diri, sama seperti IOT, maka harga pasar yang terbentuk semakin tinggi sehingga meningkatkan risiko pasar. IOT memperoleh kesempatan untuk menikmati keuntungan, meskipun IOT memiliki rata-rata kesalahan prediksi yang lebih besar dibandingkan IOR.

5.2 Keterbatasan Penelitian

1. Desain penelitian menunjukkan perdagangan dilakukan dalam 3 periode yang diselenggarakan dalam waktu satu hari. Hal ini menyebabkan waktu pelaksanaan eksperimen menjadi terkesan lama sehingga kemungkinan menimbulkan *maturation effect* (rasa bosan, capai). *Maturation effect* berlaku sama pada kedua kelompok maka tidak mempengaruhi pengukuran variabel dependen.
2. Desain penelitian eksperimen ini menggunakan panduan prediksi sebagai umpan balik (*feedback*). Panduan prediksi ini diberikan dalam waktu yang relatif singkat sehingga peserta tidak memperoleh kesempatan untuk mengikuti proses belajar dalam arti yang sebenarnya. Bila pemberian panduan dilakukan pada hari atau waktu yang khusus, barangkali akan memberi pemahaman terhadap pemanfaatan panduan dalam arti yang sebenarnya sehingga pelaksanaan eksperimen menjadi lebih baik.
3. Berkaitan dengan masalah desain penelitian, peneliti berikutnya dapat menggunakan atau memperbaiki desain penelitian ini dengan mengkombinasikan desain eksperimen laboratorium dan lapangan serta membandingkan sampel investor awam (mahasiswa) dengan investor professional.

5.3 Saran

1. Temuan penelitian ini secara umum menunjukkan bahwa tingkat kesalahan prediksi (harga) dan volume perdagangan yang tinggi mencerminkan tingkat *overconfidence* investor di pasar modal syariah. Oleh karena itu, para pemain dan analis saham perlu mewaspadai timbulnya perilaku *overconfident* ketika menghadapi situasi pasar yang sedang meningkat ketidakpastiannya.

2. Berdasarkan keterbatasan dari desain eksperimen ini, peneliti berikutnya dapat menggunakan atau memperbaiki dan menyempurnakan desain penelitian ini dari aspek responden, perlakuan, periode waktu, variabel dan pengukurannya.

5.4 Implikasi Penelitian

Hasil penelitian eksperimen ini menjelaskan bahwa adanya perbedaan dan pengaruh antara tingkat *overconfidence* investor terhadap kesalahan prediksi (harga) saham di pasar modal syariah. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi atau implikasi secara teoritis, metodologi dan kebijakan sebagai berikut :

5.4.1 Implikasi Teori

a. Penelitian ini merupakan penerapan konsep dan teori Keuangan keperilakuan (Behavioral Finance) yang menyatakan bahwa pada dasarnya manusia (investor) itu tidak selalu berfikir rasional dalam mengambil keputusan investasi, tetapi investor juga bertindak irasional. Penelitian ini menjelaskan perilaku *overconfidence* dalam mengimplementasikan teori penipuan diri (*self deception theory*) ketika menentukan harga dan volume perdagangan. Mereka yang memiliki tingkat *overconfidence* tinggi (direpresentasikan oleh IOT) terbukti cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki sehingga cenderung menentukan prediksi yang menghasilkan rata-rata kesalahan prediksi (harga) yang lebih tinggi dibanding mereka yang lebih rendah tingkat *overconfidence*nya (direpresentasikan oleh IOR). Penelitian ini kolaborasi teori keuangan keperilakuan dan teori penipuan diri (*Self deception Theory*)

b. Tingkat pengetahuan yang rendah mendorong timbulnya perilaku *overconfident*. Pemberian umpan balik (*feedback*) dalam hal ini peningkatan dan pengembangan pengetahuan, cenderung mengurangi kesalahan sepanjang orang mengikuti proses belajar yang benar. Seringkali orang mengabaikan pentingnya umpan balik sehingga

kinerjanya sulit ditingkatkan. Oleh karena itu, budaya pemberian umpan balik ini perlu ditingkatkan agar orang dapat mengadakan introspeksi diri, baik untuk kepentingan dirinya sendiri atau kepentingan organisasinya.

5.4.2 Implikasi Metodologi

Metode yang digunakan dalam penelitian ini memberi manfaat tentang penggunaan desain eksperimen untuk mengukur perilaku *overconfidence* di pasar modal syariah Indonesia. Penelitian ini juga menentukan harga fundamental saham syariah menggunakan *Price Sale ratio* (PSR) (Reilly & Brown, 2011). Metodologi ini sebagai alternative pengembangan penelitian keuangan keperilakuan di masa mendatang.

5.4.3 Implikasi praktikal

Bagi investor yang berperilaku *overconfident*, keuntungan dapat diperoleh ketika pasar modal dalam keadaan tidak efisien (pasar dengan kondisi *overconfidence*) tetapi pada pasar yang normal atau efisien keuntungan tidak diperoleh. Hal ini berarti jangan berperilaku *overconfident* di pasar yang efisien atau normal.

Perilaku *overconfidence* ini bukanlah hal yang baik untuk dipertahankan karena definisi yang negatif. Perilaku ini bisa diminimalisir melalui proses belajar yang baik, menambah pengetahuan dan nilai-nilai Islam yang ditegaskan dalam pasar modal syariah. Semakin bertambah pengetahuan, maka tingkat keyakinan pada persepsi pribadinya akan berkurang. Nilai keagamaan dalam hal ini nilai-nilai Islam yang tertanam dapat menambah ketawadhu'an (rendah hati) investor dan kehati-hatian dalam mengambil keputusan investasi.

5.4.4 Implikasi Kebijakan

a. Penelitian ini memberikan wawasan kepada pembuat kebijakan dan regulator pasar saham syariah untuk lebih memahami investor dan mengembangkan kebijakan yang mempertimbangkan faktor psikologis dengan peningkatan pengetahuan investor melalui sekolah

pasar modal, memberikan informasi pasar modal dan resiko investasi yang lebih baik dan mudah diakses. Perlu bagi regulator menjadikan investor domestic sebagai tuan rumah di pasar modal syariah sendiri dengan terus mensosialisasikan fatwa Dewan Syariah Nasional (Nomor: 80/DSN-MUI/III/2011), tentang ketentuan saham saham syariah, dimana fatwa tersebut cukup efektif dalam mengurangi kesalahan harga saham syariah berbasis sentimen.

b. Hasil ini dapat membantu ahli strategi keuangan untuk membuat perkiraan yang lebih baik dan membantu analis saham dalam merumuskan rekomendasi saham syariah yang efisien.

c. Bagi perusahaan pialang dan sejenisnya, perlu membekali analisnya dengan *training* (pelatihan) pengelolaan kepercayaan diri atau sejenisnya sehingga analis dapat memperoleh dan mempelajari proses belajar yang benar sehingga dapat mengurangi tingkat *overconfidence*nya.

5.5 Pengembangan Penelitian Di Masa Datang

a. Penelitian ini menyelidiki hanya satu bias kognitif yaitu *overconfidence* dalam konteks spesifik pasar modal syariah Indonesia dan ukuran sampelnya kecil. Selanjutnya penelitian mendatang dapat dilakukan untuk mengkonfirmasi temuan penelitian ini dengan ukuran sampel yang lebih besar dan responden yang lebih beragam. Sebaiknya peneliti selanjutnya mengeksplorasi faktor perilaku lainnya, yang mempengaruhi keputusan investor individu dan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja mereka, seperti yang dimediasi oleh persepsi risiko, dan dimoderasi oleh literasi keuangan dan religiusitas. Anomali fundamental dan teknis juga dapat digunakan sebagai variabel mediasi. Mungkin juga bermanfaat jika dilakukan studi yang mencakup data dari tiga pasar yang berbeda, seperti satu dari negara maju, kedua dari negara berkembang, dan ketiga dari negara yang tidak begitu maju.

b. Penelitian di masa depan harus berkonsentrasi pada menemukan cara untuk memanipulasi *overconfident* dan membantu membangun hubungan sebab akibat antara *overconfident* dan perilaku perdagangan. *Overconfidence* dapat diukur dengan *overestimasition*, *over-placement*, dan *over-precision*.

DAFTAR PUSTAKA

Ackert, L., & Deaves, R. (2009). *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*. Cengage Learning. https://books.google.co.id/books?id=aSXZGwFPXJMC

Ackert, L. F., Athanassakos, G., & Church, B. K. (2015). Individual psychology and investment style. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, *5*(2), 175. https://doi.org/10.1504/ijbaf.2015.072408

Agustin, P., & Mawardi, I. (2015). Perilaku Investor Muslim Dalam Bertransaksi Saham di Pasar Modal. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, *1*(12), 874. https://doi.org/10.20473/vol1iss201412pp874-892

Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2022). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decision-making and performance: mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, *38*(1), 60–90. https://doi.org/10.1108/jeas-07-2020-0116

Al Hashfi, R. U., Naufa, A. M., & Munawaroh, U. (2021). Are Islamic Stocks Less Exposed To Sentiment-Based Mispricing Than Non-Islamic Ones? Evidence From the Indonesian Stock Exchange. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, *7*(1), 1–26. https://doi.org/10.21098/jimf.v7i1.1319

Ali, A., & Haseeb, M. (2019). Radio frequency identification (RFID) technology as a strategic tool towards higher performance of supply chain operations in textile and apparel industry of Malaysia. *Uncertain Supply Chain Management*, *7*(2), 215–226. https://doi.org/10.5267/j.uscm.2018.10.004

Alquraan, T., Alqisie, A., & Al Shorafa, A. (2016). Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market). *American International Journal of Contemporary Research*, *6*(3), 159–169. www.aijcrnet.com

Alrabadi, D. W., Al-Gharaibeh, M. A., & Ziad, M. Z. (2011). What makes investors overconfident? evidence from amman stock exchange. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, *43*(43), 28–34.

Archie, J. W. (1985). Statistical analysis of heterozygosity data: independent sample comparisons. *Evolution*, *39*(3), 623–637.

Barber, B. M., & Odean, T. (1999). The Courage of Misguided Convictions. *Financial Analysts Journal*, *55*(6), 41–55.

https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2313

Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *SSRN Electronic Journal*, *LV*(2), 773–806. https://doi.org/10.2139/ssrn.219228

Benos, A. V. (1998). Aggressiveness and survival of overconfident traders. *Journal of Financial Markets*, *1*(3–4), 353–383. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(97)00010-4

Bernard, V. L., & Research, U. of M. B. S. F. (1994). *Accounting-based Valuation Methods, Determinants of Market-to-book Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis*. https://books.google.co.id/books?id=aZ6nXwAACAAJ

Bloomfield, Robert; Libby, R. (2018). Market Reactions to Differentially Available Information in the Laboratory Author (s) URL : https: *Wiley on Behalf of Accounting Research Center , Booth School of Business , University of Chicago Stable*, *34*(2), 183–207.

Bloomfield, R., & Libby, R. (1996). Market reactions to differentially available information in the laboratory. *Journal of Accounting Research*, *34*(2), 183–207.

Bloomfield, R., Libby, R., & Nelson, M. W. (1999). Confidence and the welfare of less-informed investors. *Aicpa*, *24*.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2013). *Essentials of investments*. McGraw-Hill/Irwin Taipei.

Bonner, S. E., & Walker, P. L. (1994). Effects on of the Instruction and of Experience Auditing Acquisition Knowledge. *The Accounting Review*, *69*(1), 157–178.

Burson, K. A., Larrick, R. P., & Klayman, J. (2006). Skilled or unskilled, but still unaware of it: How perceptions of difficulty drive miscalibration in relative comparisons. *Journal of Personality and Social Psychology*, *90*(1), 60–77. https://doi.org/10.1037/0022-3514.90.1.60

Camerer, C., Loewenstein, G., & Weber, M. (1999). The Curse of Knowledge in Economic Settings: An Experimental Analysis. *Journal of Political Economy*, *97*(5), 1232–1254. https://doi.org/10.1086/261651

Candraningrat, I. R., & Sakir, A. (2019). *Behavioural Biases of Overconfidence and Disposition Effect and their Impact on Investment Decision in the Indonesian Capital Market*. *100*(Icoi), 109–115. https://doi.org/10.2991/icoi-19.2019.20

Christensen, L. B. (2007). *Experimental Methodology*. Pearson/Allyn & Bacon. https://books.google.co.id/books?id=gH9YAAAAYAAJ

Cook, T. D., & Campbell, D. T. (1979). *Quasi-experimentation: Design &*

Analysis Issues for Field Settings. Houghton Mifflin. https://books.google.co.id/books?id=BFNqAAAAMAAJ

Daniel, K., & Hirshleifer, D. (2015). Overconfident investors, predictable returns, and excessive trading. *Journal of Economic Perspectives*, *29*(4), 61–88. https://doi.org/10.1257/jep.29.4.61

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *Journal of Finance*, *53*(6), 1839–1885. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077

De Bondt, W. F. M. M., & Thaler, R. H. (1990). Do security analysts overreact? *American Economic Review*, *80*(2), 52. http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=9709182700&site=bsi-live%5Cnhttp://www.jstor.org/stable/2006542

De Bont, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, *40*(3), 793–805. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x

Deaves, R., Lüders, E., & Luo, G. Y. (2009). An experimental test of the impact of overconfidence and gender on trading activity. *Review of Finance*, *13*(3), 555–575. https://doi.org/10.1093/rof/rfn023

DeLong, Shleifer, Summers, W. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Inefficient Markets*, *98*(4), 28–52. https://doi.org/10.1093/0198292279.003.0002

Dhaoui, et. al. (2013). the Impact of Investor Psychology on Stock Markets: Evidence From France. *The Impact of Investor Psychology on Stock Markets: Evidence From France*, *5*(1), 35–59.

Elliot, A. (1992). The Return of the Repressed: Dissonance Theory Makes a Comeback. *Psychological Inquiry*, *3*(4), 303–311. https://doi.org/10.1207/s15327965pli0304

Friedman, D. (2016). *Privileged Traders and Asset Market Efficiency : A Laboratory Study Author (s): Daniel Friedman Source : The Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol . 28 , No . 4 (Dec ., 1993), pp . Published by : Cambridge University Press on behalf of* . *28*(4), 515–534.

Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning To Be Overconfident. *SSRN Electronic Journal*, *June*. https://doi.org/10.2139/ssrn.36313

Ghozali, I. (2006). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. https://books.google.co.id/books?id=JdqJAQAACAAJ

Glaser, M., & Weber, M. (2005). Overconfidence and Trading Volume. *SSRN Electronic Journal*, *M*. https://doi.org/10.2139/ssrn.626761

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Huang, H. (2006). Investor Competence, Trading

Frequency, and Home Bias. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.620801

Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, *24*(3), 411–435. https://doi.org/10.1016/0010-0285(92)90013-R

Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). American Finance Association Sensation Seeking , Overconfidence , and Trading Activity All use subject to JSTOR Terms and Conditions Sensation Seeking , Overconfidence , and Trading Activity. *Journal of Finance*, *64*(2), 549–578.

Guenther, C. L., & Alicke, M. D. (2010). Deconstructing the Better-Than-Average Effect. *Journal of Personality and Social Psychology*, *99*(5), 755–770. https://doi.org/10.1037/a0020959

Gunasekarage, A., & Power, D. M. (2006). Anomalous evidence in dividend announcement effect. *Managerial Finance*, *32*(3), 209–226. https://doi.org/10.1108/03074350610646726

Hirshleifer, D., & Luo, G. Y. (2001). On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. *Journal of Financial Markets*, *4*(1), 73–84. https://doi.org/10.1016/S1386-4181(00)00014-8

Hogarth, R. M. (1994). Judgement and choice: The psychology of decision, 2nd ed. In *Judgement and choice: The psychology of decision, 2nd ed.* John Wiley & Sons.

Hsu, Y., & Shiu, C.-Y. (2011). Investors' Overconfidence in Primary Markets. *SSRN Electronic Journal*. https://doi.org/10.2139/ssrn.1009341

Jain, B. A., & Kini, O. (1994). American Finance Association Wiley The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *Source: The Journal of Finance*, *49*(5), 1699–1726.

Jin, X., & An, X. (2016). Global financial crisis and emerging stock market contagion: A volatility impulse response function approach. *Research in International Business and Finance*, *36*, 179–195. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.09.019

Joseph F, H. J., William C, B., Barry J, B., & Rolph E, A. (2010). *Multivariate Data Analysis*. *7*, 1–761.

Kagel, J. H., & Levin, D. (2009). The winner's curse and public information in common value auctions. *Common Value Auctions and the Winner's Curse*, *81*(1), 107–148.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1977). *Intuitive prediction: Biases and corrective procedures*. Decisions and Designs Inc Mclean Va.

Kahneman D. Tversky, A. (1982). Intuitive prediction: biases and corrective procedures. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*.

Kempf, A., Merkle, C., & Niessen-Ruenzi, A. (2014). Low risk and high return - Affective attitudes and stock market expectations. *European Financial Management*, *20*(5), 995–1030. https://doi.org/10.1111/eufm.12001

Kerlinger, F. N. (1983). *Foundations of Behavioral Research*. Surjeet Publications. https://books.google.co.id/books?id=YimwngEACAAJ

Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific Basin Finance Journal*, *16*(1–2), 1–7. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.04.001

Kirchler, E., & Maciejovsky, B. (2002). Simultaneous over- and underconfidence: Evidence from experimental asset markets. *Journal of Risk and Uncertainty*, *25*(1), 65–85. https://doi.org/10.1023/A:1016319430881

Klayman, J., Soll, J. B., & Gonza, C. (1999). Overconfidence: It Depends on How, What, and Whom You Ask. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, *79*(3), 216–247.

Konana, P., Menon, N., & Balasubramanian, S. (2000). *IMPLICATIONS of ONLINE INVESTING*. *43*.

Kourtidis, D., Šević, Ž., & Chatzoglou, P. (2015). Overconfidence and stock returns: a behavioural perspective. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, *5*(1), 57. https://doi.org/10.1504/ijbaf.2015.071046

Kruger, J., & Dunning, D. (2002). Unskilled and unaware - But why? A reply to Krueger and Mueller (2002). *Journal of Personality and Social Psychology*, *82*(2), 189–192. https://doi.org/10.1037/0022-3514.82.2.189

Kufepaksi, M. (2007). The Contribution of Self-Deceptive Behavior on Price Discovery , An Experimental Approach. *Asia Pacific Management Review*, *13*(1), 419–434.

Kufepaksi, M. (2010). The Effect of Feedback on Overconfident Investors, Experimental Evidences of Self Deception in Indonesian Capital Market. *International Journal of Management & Innovation*, *2*(2), 24–43. http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=59947526&login.asp&site=ehost-live&scope=site

Kufepaksi, M. (2011). The impact of overconfidence and gender on trading activity: How well do investors assess probability? *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, *7*(4), 440–462. https://doi.org/10.1504/WREMSD.2011.042895

Larrick, R. P., Morgan, J. N., & Nisbett, R. E. (1990). *Teaching the Reasoning Use of*. *1*(6).

Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1977). Do those who know more also know more about how much they know? *Organizational Behavior and Human Performance*, *20*(2), 159–183. https://doi.org/10.1016/0030-5073(77)9000-0

Lichtenstein, S., Fischhoff, B., & Phillips, L. D. (1982). Calibration of

Probabilities: The State of the Art. *Decision Making and Change in Human Affairs*, 275–324. https://doi.org/10.1007/978-94-010-1276-8_19

Loughran, T., & Ritter, J. R. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, *52*(5), 1823–1850. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02743.x

Menkhoff, L., Schmeling, M., & Schmidt, U. (2013). Overconfidence, experience, and professionalism: An experimental study. *Journal of Economic Behavior and Organization*, *86*, 92–101. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2012.12.022

Michailova, J., & Schmidt, U. (2016). Overconfidence and Bubbles in Experimental Asset Markets. *Journal of Behavioral Finance*, *17*(3), 280–292. https://doi.org/10.1080/15427560.2016.1203325

Moore, D. A., & Cain, D. M. (2007). Overconfidence and underconfidence: When and why people underestimate (and overestimate) the competition. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, *103*(2), 197–213. https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2006.09.002

Moore, D. A., & Healy, P. J. (2008). The Trouble With Overconfidence. *Psychological Review*, *115*(2), 502–517. https://doi.org/10.1037/0033-295X.115.2.502

Nahartyo, E. (2012). Desain dan Implementasi Riset Eksperimen. *Yogyakarta: UPP STIM YKPN*.

Nofsinger, J. R. (2005). Social Mood and Financial Economics. *Journal of Behavioral Finance*, *6*(3), 144–160. https://doi.org/10.1207/s15427579jpfm0603_4

Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *Journal of Finance*, *53*(6), 1887–1934. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00078

Olsson, H. (2014). Measuring overconfidence: Methodological problems and statistical artifacts. *Journal of Business Research*, *67*(8), 1766–1770. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.002

Oskamp, S. (1965). Overconfidence in case-study judgments. *Journal of Consulting Psychology*, *29*(3), 261–265. https://doi.org/10.1037/h0022125

Otoritas Jasa Keuangan. (2016). Roadmap Pasar Modal Syariah 2020-2024. *Otoritas Jasa Keuangan*, *Agustus*(Bidang Edukasi dan Perlindungan Konsumen), 162.

Palomino, F., & Sadrieh, A. (2011). Overconfidence and delegated portfolio management. *Journal of Financial Intermediation*, *20*(2), 159–177. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2010.02.003

Paniagua, J., & Sapena, J. (2014). Business performance and social media: Love or hate? *Business Horizons*, *57*(6), 719–728.

https://doi.org/10.1016/j.bushor.2014.07.005

Pikulina, E., Renneboog, L., & Tobler, P. N. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, *43*, 175–192. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.002

Pompian. (2007). Behavioral Finance and Wealth Management – How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. In *Financial Markets and Portfolio Management* (Vol. 21, Issue 4). https://doi.org/10.1007/s11408-007-0065-3

Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*.

Qasim, M., Hussain, R. Y., Mehboob, I., & Arshad, M. (2019). Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan. *Accounting*, *5*(2), 81–90. https://doi.org/10.5267/j.ac.2018.7.001

Quattrone, G. A. (1982). Overattribution and unit formation: When behavior engulfs the person. *Journal of Personality and Social Psychology*, *42*(4), 593–607. https://doi.org/10.1037/0022-3514.42.4.593

Raghubir, P., Das, S. R., Lichtenstein, D., & Lyons, R. (1999). The Psychology of Financial Decision Making : A Case for Theory-Driven Experimental Enquiry. *Financial Analysts Journal*, *55*(6), 56–80.

Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2011). *Investment Analysis and Portfolio Management*. Cengage Learning. https://books.google.co.id/books?id=CfB-qTXqRWEC

Rivo, M. C., & Ratnasari, R. T. (2020). Faktor Yang Mempengaruhi Perilaku Investor Muslim Dalam Keputusan Berinvestasi Saham Syariah. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, *7*(11), 2202. https://doi.org/10.20473/vol7iss202011pp2202-2220

Rizal, N. A., & Damayanti, M. K. (2019). Herding Behavior in the Indonesian Islamic Stock Market. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, *5*(3), 673–690. https://doi.org/10.21098/jimf.v5i3.1079

Roscoe, J. T. (1975). *Fundamental Research Statistics for the Behavioral Sciences* (Issue v. 2). Holt, Rinehart and Winston. https://books.google.co.id/books?id=sT1dAAAAIAAJ

Russo, J., & Schoemaker, P. (1992). Managing overconfidence. *Sloan Management Review*, *33*(2), 7.

Sant, R., & Cowan, A. R. (1994). Do dividends signal earnings? The case of omitted dividends. *Journal of Banking and Finance*, *18*(6), 1113–1133. https://doi.org/10.1016/0378-4266(94)00063-8

Sari, S. H. P., Muhdir, I., Soegandar, D., & Wibowo, M. G. (2021). Pengaruh Faktor-Faktor Psikologi Terhadap Keputusan Investasi Saham Syariah Di

Yogyakarta. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, *7*(3), 1581–1593. http://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jiedoi:http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v7i3.3149

Schroeder, J., Caruso, E. M., & Epley, N. (2016). Many hands make overlooked work: Over-claiming of responsibility increases with group size. *Journal of Experimental Psychology: Applied*, *22*(2), 238–246. https://doi.org/10.1037/xap0000080

Shefrin, H. (2001). BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE. *Journal Of Applied Corporate Finance*, *14*(3), 113–124. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00009.x

Shefrin, H., & Statman, M. (1993). Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Products. *Financial Management*, *22*(2), 123. https://doi.org/10.2307/3665864

Shiau, W. L., Dwivedi, Y. K., & Yang, H. S. (2017). Co-citation and cluster analyses of extant literature on social networks. *International Journal of Information Management*, *37*(5), 390–399. https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2017.04.007

Shleifer, A. (2002). Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. In *Journal of Institutional and Theoretical Economics* (Vol. 158, Issue 2, p. 369). https://doi.org/10.1628/0932456022975402

Soll, J. B., & Klayman, J. (2004). Overconfidence in Interval Estimates. *Journal of Experimental Psychology: Learning Memory and Cognition*, *30*(2), 299–314. https://doi.org/10.1037/0278-7393.30.2.299

Spiwoks, M., & Bizer, K. (2018). Correlation Neglect and Overconfidence An Experimental Study. *Journal of Applied Finance & Banking*, *8*(3), 78–86. https://search-proquest-com.csuglobal.idm.oclc.org/docview/2016959987/fulltextPDF/21E6612BE2E54BC5PQ/1?accountid=38569

Statman, M., Thorley, S., & Vorkink, K. (2006). Investor overconfidence and trading volume. *Review of Financial Studies*, *19*(4), 1531–1565. https://doi.org/10.1093/rfs/hhj032

Steckler, A., & McLeroy, K. R. (2008). The importance of external validity. *American Journal of Public Health*, *98*(1), 9–10. https://doi.org/10.2105/AJPH.2007.126847

Stickel, S. E. (1995). The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations. *Financial Analysts Journal*, *51*(5), 25–39. https://doi.org/10.2469/faj.v51.n5.1933

Tahir, I., & Brimble, M. (2011). Islamic investment behaviour. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *4*(2), 116–130. https://doi.org/10.1108/17538391111144515

Taylor, S. E., & Brown, J. D. (1988). Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. *Psychological Bulletin*, *103*(2), 193–210. https://doi.org/10.1037/0033-2909.103.2.193

Toma, F.-M. (2015). Behavioral Biases of the Investment Decisions of Romanian Investorson the Bucharest Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, *32*(15), 200–207. https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01383-0

Trinugroho, I., & Sembel, R. (2011). Overconfidence and Excessive Trading Behavior: An Experimental Study. *International Journal of Business and Management*, *6*(7), 147–152. https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n7p147

Trivers, R. (2004). The elements of a scientific theory of self-deception. *Annals of the New York Academy of Sciences*, *907*, 114–131. https://doi.org/10.1111/j.1749-6632.2000.tb06619.x

Ullah, I., Ullah, A., & Rehman, N. U. (2017). Impact of overconfidence and optimism on investment decision. *International Journal of Information, Business and Management*, *9*(2), 231.

Williams, E. F., & Gilovich, T. (2008). Do people really believe they are above average? *Journal of Experimental Social Psychology*, *44*(4), 1121–1128. https://doi.org/10.1016/j.jesp.2008.01.002

Wong, T. J., & Rao, G. R. (1998). Are-the-Accruals-During-and-Initial-Public-Offering-Opportunistic. *Review of Accounting Studies*, *3*, 175–208.

Wright, G. N., & Phillips, L. D. (1980). Cultural Variation in Probabilistic Thinking: Alternative Ways of Dealing With Uncertainty. *International Journal of Psychology*, *15*(1–4), 239–257. https://doi.org/10.1080/00207598008246995

WRIGHT, G., & WISUDHA, A. (1982). Distribution of probability assessments for almanac and future event questions. *Scandinavian Journal of Psychology*, *23*(1), 219–224. https://doi.org/10.1111/j.1467-9450.1982.tb00435.x

Yates, J. F., Lee, J. W., & Bush, J. G. G. (1997). General Knowledge Overconfidence: Cross-National Variations, Response Style, and "Reality." *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, *70*(2), 87–94. https://doi.org/10.1006/obhd.1997.2696

Yeh, C., & Yang, C. (2011). Examining the Effects of Traders' Overconfidence on Market Behavior. *Agent-Based Approaches in Economic and Social Complex Systems VI*. https://doi.org/10.1007/978-4-431-53907-0

Zaiane, S., & Abaoub, E. (2010). *Investors Overconfidence : A survey on the Tunisian Stock Market*. 1–28.