



FAKULTAS
EKONOMI DAN BISNIS

MRABJ

Muhammadiyah Riau Accounting and Business Journal

journal homepage: <http://ejurnal.umri.ac.id/index.php/MRABJ>



PERILAKU BIAS EMOSIONAL DAN *RISK TOLERANCE* DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI

Anthony Holly¹, Robert Jao^{2*}, Anthony Limang³

^{1,2,3}Universitas Atma Jaya Makassar, Sulawesi Selatan, Indonesia

*Corresponding Author Email: jao_robert@hotmail.com

ARTICLE INFO

Article History:

Received: 07 September 2022

Revised: 22 November 2022

Accepted: 16 December 2022

Keywords:

Overconfidence;

Loss Aversion;

Regret Aversion;

Herding;

Risk Tolerance;

Keputusan Investasi.

ABSTRACT

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh perilaku *overconfidence*, *loss aversion*, *regret aversion*, *herding*, dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi. Teori yang digunakan adalah teori *prospect*. Sampel penelitian terdiri dari investor pasar modal di Kota Makassar, Provinsi Sulawesi Selatan yang dipilih secara *purposive*. Total sampel sebanyak 157 responden. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah survei menggunakan kuesioner. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku *overconfidence* dan *regret aversion* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, perilaku *loss aversion* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi, serta perilaku *herding* dan *risk tolerance* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Investor perlu memerhatikan bias emosional agar meminimalisir kerugian di masa yang akan datang serta perlu membandingkan risiko dalam berinvestasi yang sesuai dengan tingkat *risk tolerance* investor.

1. Pendahuluan

Pasar modal merupakan sarana bagi para investor untuk melakukan kegiatan investasi. Keberadaan pasar modal berperan bagi perekonomian nasional untuk menghubungkan antara pihak yang memerlukan modal melalui pihak yang ingin menyalurkan modal yang dimiliki, dengan memberikan tambahan sumber aset yang dapat dipilih bagi perusahaan. Bertambahnya jumlah investor yang ada di pasar modal sebanding bersama pengambilan hasil keputusan investasi (Budiarto & Susanti, 2017). Investor yang mengambil keputusan rasional merupakan jenis investor yang memiliki tanggapan terhadap informasi baru yang diperoleh

sebelum menentukan pilihan yang diterima dengan umum (Subash, 2012).

Kebijakan yang diterapkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) selama masa pandemi Covid-19 memiliki dampak yang meningkatkan jumlah investor sebesar 42 persen dari tahun 2019. Inarno Djajadi selaku Direktur Utama BEI mengatakan pada 19 November 2020, jumlah investor di pasar modal yang tercatat sebanyak 3,53 juta dibandingkan pada 31 Desember 2019 sebanyak 2,48 juta. Menurut data statistik PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), peningkatan jumlah investor didominasi oleh investor domestik di bawah umur 30 tahun (kaum milenial). Adanya penambahan

investor menunjukkan bahwa kegiatan investasi di Indonesia semakin banyak peminatnya (Safitri, 2020).

Ketika investor berhadapan pada kondisi yang berisiko, terdapat beberapa aspek psikologis, emosi, serta objektivitas yang memiliki pengaruh saat mengambil keputusan. Keterlibatan emosi menjadi salah satu faktor yang menyebabkan investor menjadi kurang rasional dalam proses pada saat mengambil keputusan. Investor harus menentukan keputusan yang tepat, karena investasi memiliki manfaat dan dampak untuk jangka panjang. *Behavioral finance* mencoba untuk lebih memahami dan menjelaskan bagaimana faktor perilaku keuangan memengaruhi keputusan investasi. Terdapat dua perilaku bias dalam *behavioral finance*, yakni *cognitive bias* dan *emotional bias*.

Kahneman & Tversky (2013) memberikan pemahaman mengenai *prospect theory* yang memiliki keterkaitan pandangan tentang investor tidak selalu bertindak rasional. Teori ini menganggap terdapat bias yang menempel dalam diri seseorang dan beberapa aspek psikologis yang memengaruhi individu dalam kondisi yang tidak pasti saat menentukan pilihannya. *Prospect theory* menjelaskan tentang perilaku ekonomi bagaimana seseorang menentukan di antara alternatif yang melibatkan probabilitas menghadapi risiko, di mana probabilitas risiko diketahui (Ammann *et al.*, 2014). Keterlibatan emosi yang berada dalam investor sering membuat investor bertindak irasional ketika mengambil keputusan. Perilaku investor sering dikaitkan dengan emosi, terkadang emosi positif, namun ada saatnya emosi bias negatif yang memengaruhi perilaku pengambilan keputusan investor. Ada banyak faktor bias emosional yang memengaruhi pengambilan keputusan investor, antara lain *overconfidence*, *loss aversion*, *regret aversion*, dan *herding*.

Penentuan investasi dan besarnya modal untuk diinvestasikan dipengaruhi oleh toleransi risiko, sehingga diperlukan *risk tolerance* dalam menentukan keputusan investasi yang akan dihadapi oleh investor. Investor dibagi menjadi tiga jenis, yaitu menyukai risiko (*risk seeker*), menghindari risiko (*risk averter*), dan mengabaikan risiko (*risk neutral*). Ketiga tipe investor tersebut

masing-masing memiliki perbedaan dalam pengambilan keputusannya dan alokasi modal untuk berinvestasi. Faktor untuk mempertimbangkan pengambilan keputusan investasi juga akan meningkat, yang akan memengaruhi perilaku investor dalam menentukan investasi (Budiarto & Susanti, 2017).

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang telah dilakukan Salvatore (2020) yang meneliti pengaruh *emotional bias* dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi bias emosional dan *risk tolerance* yang menjadi pengaruh perilaku pengambilan keputusan investasi investor di pasar modal. Penelitian ini berfokus pada kalangan investor di pasar modal dalam pengambilan keputusan investasi agar terhindar dari perilaku irasional dan dapat meminimalisir tingkat kerugian yang tinggi.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Teori Prospek (*Prospect Theory*)

Teori ini awal mulanya diperkenalkan oleh Kahneman & Tversky mulai tahun 1979 melalui tulisan berjudul "*Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*" lalu mengalami perkembangan pada tahun 1992. Teori ini memberikan penjelasan dan menghadirkan asal dasar emosi dari kekeliruan atau bias yang dibuat seseorang (Kahneman & Tversky, 2013). Teori tersebut berasumsi bahwa perilaku individu bersifat absurd dan bertentangan ketika menentukan suatu keputusan, dan terkadang irasional.

Prospect theory berfokus ketika menentukan keputusan berdasarkan dari sentiment yang dipengaruhi oleh penilaian investor. Terkadang investor sering merasa enggan kehilangan terlalu banyak saat berinvestasi, yang dapat memicu perilaku investor dan menciptakan beberapa bias dalam pengambilan keputusan investor.

2.2 Keputusan Investasi

Menurut Pratiwi (2016), pengambilan keputusan investasi investor perlu mengetahui terkait persepsi investasi yang menjadi pedoman. Farooq & Sajid (2015) percaya ketika menentukan hasil keputusan investasi

merupakan hal yang sulit. Investor harus mempunyai keterampilan seperti analisis dan membuat keputusan investasi yang bijaksana. Keputusan investasi ialah proses menentukan pilihan yang terjadi secara berkesinambungan (*on going process*).

Pengambilan keputusan secara rasional merupakan hasil keputusan yang dibuat berdasarkan akal sehat dan informasi yang ada ketika berinvestasi. Saat mengambil keputusan investasi, investor yang rasional hendak melakukan dua *step*, yaitu melakukan analisis sekuritas lalu manajemen portofolio. Pengambilan keputusan yang intuitif dapat dipelajari dengan *behavioral finance* yang mempelajari faktor-faktor psikologis yang memiliki pengaruh bagi investor saat mengambil keputusan investasi dan mencoba untuk mengungkap pemahaman dan perkiraan pasar keuangan, yang berorientasi pada pengembangan proses pengambilan keputusan investasi dan penerapan prinsip-prinsip psikologis (Olsen, 1998).

2.3 Overconfidence

Kufepaksi (2016) mendefinisikan *overconfidence* sebagai perilaku yang cenderung terjadi ketika pengambilan keputusan yang tidak disadari tanpa memperhatikan keakuratan pengetahuan dan informasi, dengan meremehkan atau melupakan informasi yang sudah tersedia bagi public, yang mengarah pada bias dalam pengambilan keputusan. Setiap individu mempunyai tingkat percaya diri yang tinggi, termasuk ketika melakukan investasi (Gozalie & Anastasia, 2015).

Overconfidence dapat dijelaskan sebagai bias bahwa distribusi yang probabilitas perkiraan seseorang melebihi tingkat probabilitas yang sebenarnya. Odean (1998) percaya bahwa investor yang terlalu *overconfidence* melakukan perdagangan lebih dari investor yang rasional, karena ketika investor menerima informasi tentang nilai sekuritas, investor yang *overconfidence* berdagang terlalu agresif.

2.4 Loss Aversion

Bias ini terkenal berawal dari Kahneman & Tversky (2013) yang mengarah kecenderungan investor untuk mencegah

kerugian ketimbang mendapatkan keuntungan. Perilaku *loss aversion* ini mencerminkan tindakan investor, yaitu perasaan pedih yang investor rasakan akibat kehilangan yang terjadi lebih besar ketimbang kebahagiaan yang diperoleh investor dibandingkan saat menerima keuntungan. Beberapa investor pasti menghadapi ketidakpastian dan kerugian dengan cara yang berbeda, hal ini disebabkan kerugian yang timbul akan lebih memedihkan (Godoi *et al.*, 2005).

Loss aversion adalah perilaku seseorang yang telah lama memegang saham dan kehilangan uang tetapi akan segera menjual saham yang telah menguntungkan (Kahneman & Tversky, 2013). Didukung oleh penelitian Levy (1992) bahwa *loss aversion* ialah orang cenderung untuk menilai setidaknya kebahagiaan yang baru diperoleh, dibandingkan dengan tingkat ketika mereka kehilangan atau mendapatkan kerugian. Penjelasan tersebut dipertegas oleh Thaler *et al.* (1997), yaitu jika seseorang kehilangan \$100, ia akan sangat menyesalinya dibandingkan dengan kebahagiaan yang didapat investor dapatkan ketika ia mendapatkan \$100. Haigh & List (2005) juga menyatakan bahwa orang dengan *loss aversion* lebih fokus pada tingkat kehati-hatian yang lebih tinggi saat mengalami kehilangan, dibandingkan untuk mendapatkan. Hal ini disebabkan keuntungan memberikan dampak yang jauh lebih kecil daripada kerugian.

2.5 Regret Aversion

Tinjauan lain tentang emosi dalam penelitian ini adalah *regret aversion*. *Regret aversion* merupakan sebutan yang dipakai untuk mendeskripsikan emosi penyesalan yang dialami akibat membuat pilihan yang ternyata setidaknya lebih rendah atau bahkan lebih buruk. Perilaku *regret aversion* merupakan situasi di mana investor yang tidak dapat untuk bersikap tegas karena kelalaian yang terjadi di masa lampau. Perilaku ini menyebabkan investor untuk sering kali berasumsi atas hal yang diperbuat dirinya menjadi suatu hal yang keliru (Budiarto & Susanti 2017).

Regret aversion menunjukkan perasaan takut saat mengambil tindakan dengan menghindari kesalahan dalam keputusan yang sama (Pompian, 2011). Ketika investor

mengalami kerugian, secara emosional investor akan berkeinginan untuk tidak melakukan atau tidak melanjutkan investasinya. *Regret aversion* menyebabkan investor terlalu konservatif tentang penurunan harga pasar. Jika investor menjual saham, kondisi pasar yang terus menurun akan menimbulkan kerugian bagi investor.

2.6 Herding

Perilaku *herding* mengarah pada kondisi ketika investor yang awalnya bersikap rasional dengan menunjukkan perilaku irasional mulai mengikuti penilaian yang dilakukan orang lain ketika menentukan tindakan. Perilaku *herding* ini cenderung mengikuti perilaku yang pihak lain lakukan, ketimbang mengikuti keyakinan atau informasi yang dipunya. Perilaku *herding* adalah bias perilaku yang paling sering terjadi, dan awam di mana investor mengikuti hasil keputusan investasi yang diambil oleh kebanyakan orang. Hal yang mendasari investor untuk *herding* adalah dorongan atau tekanan dari lingkungan maupun teman sebaya orang-orang sekitar.

Herding mulai muncul pada saat sekumpulan investor membentuk keputusan investasi berlandaskan informasi kolektif milik sekumpulan investor sementara mengacuhkan keterangan terkait hal lain yang relevan, contohnya laporan keuangan dan berita. Investor yang termasuk dalam *herding* yang memiliki niat yang akurat, tidak memerhatikan informasi mengenai investor, mengikuti perilaku investor, dan menyebabkan investor untuk melakukan trading kearah yang sama. Oleh karena itu, secara keseluruhan berasal dari perpindahan masuk dan keluar dari pasar investor tersebut (Virigineni & Bhaskara, 2017).

2.7 Risk Tolerance

Putra *et al.* (2016) menyatakan apabila investor mempunyai tingkat toleransi yang semakin tinggi akan condong nekat saat menentukan hasil keputusan investasi untuk memilih jenis investasi dengan risiko lebih besar. Apabila tingkat toleransi risiko yang dimiliki investor rendah, investor tersebut akan memilih jenis investasi dengan risiko rendah karena lebih berwaspada.

Setiap investor memiliki tingkat toleransi yang bertentangan. *Risk tolerance* investor secara dekat mengilustrasikan karakteristik berupa kepribadian yang mapan, dan beberapa individu akan condong dalam menentukan tingkat risiko yang serupa pada beragam kondisi (Figner & Weber, 2015). Putri *et al.* (2017) mengutarakan bahwa meskipun pentingnya menentukan toleransi risiko keuangan diarsipkan dengan baik, saat mengimplementasikannya, karena sifat pengambilan risiko yang subjektif, proses penilaian cenderung sangat sulit.

2.8 Pengembangan Hipotesis

Gambaran tentang perilaku manusia yang bersifat absurd dan kontradiktif ketika mengambil keputusan merupakan gambaran *prospect theory*. Teori ini mengasumsikan bahwa seseorang tidak terus bersikap rasional ketika menghadapi suatu risiko dan ketidakpastian, dan bahwa seseorang akan berupaya dalam membuat keputusan yang rasional walaupun dipengaruhi oleh aspek psikologi dan perilaku yang tidak tetap (Kahneman & Tversky, 2013). *Prospect theory* memberikan alternatif di mana nilai keuntungan dan kerugian ditetapkan dan probabilitas yang digantikan bobot keputusan, umumnya nilai kerugian lebih curam untuk kerugian daripada keuntungan. Pengambilan keputusan investasi yang dibuat oleh investor bukanya hanya didasarkan pada pertimbangan rasional. Berbagai situasi yang terkait salah satunya yaitu aspek emosional memiliki dampak timbulnya perilaku irasional dan tingkat keyakinan yang berpengaruh pada saat investor ingin melakukan kegiatan ketika berinvestasi.

Investor yang terlalu percaya diri terhadap pengetahuan atau keahlian yang dimiliki cenderung melangsungkan *trading* atau investasi secara berlebihan (Kansal & Seema, 2017). *Overconfidence* dapat menyebabkan kerugian yang akan dibuktikan oleh investor. Hal ini disebabkan karena investor menanggapi remeh kemungkinan konsekuensi yang dapat terjadi akibat *overconfidence* yang berlebihan. *Overconfidence* berhubungan dengan seberapa besar kecurigaan atau persepsi seberapa seseorang memahami dan keahlian mereka serta batasan pengetahuannya. Pemicu

timbulnya bias ini yaitu terlalu percaya diri, tetapi hal ini sebenarnya hanya asumsi pengetahuan dan kemahiran, karena ada banyak pertimbangan, seperti kurangnya pengalaman dan keahlian yang terbatas dalam menafsirkan informasi (Baker & Ricciardi, 2014).

Adapun dorongan yang berasal dari hati membuat keinginan untuk menjauhkan kerugian daripada memperoleh keuntungan yang merupakan timbulnya *loss aversion*. Akibat psikologis yang disebabkan oleh kehilangan aset akan berpengaruh lebih dibandingkan ketika investor mendapatkan keuntungan. Investor akan lebih memikirkan saat sedang menghadapi kerugian. *Loss aversion* cenderung dapat memengaruhi keputusan investor di mana investor tersebut menjadi semakin teliti pada saat menentukan keputusan investasi karena investor berpikir tidak ingin merasa frustrasi ketika mengalami kerugian (Pompian, 2011).

Perasaan frustrasi membuat timbulnya kecenderungan tidak ingin mengalami rasa menyesal karena berupaya menghindari saat membuat keputusan. Secara umum, *regret aversion* menjadi sikap untuk memilih tidak membuat keputusan karena takut akan mengalami kekecewaan (Singh & Sikarwar, 2015). Perilaku ini membuat investor mengalami perasaan takut sehingga berupaya untuk menghindari kesalahan keputusan yang sama. Seseorang merasakan penyesalan dalam pengambilan keputusan karena beberapa hal, yaitu ketika seseorang membuat keputusan atau sedang melakukan tindakan tertentu, dan orang tersebut belum pandai melakukan sesuatu.

Timbulnya perilaku herding saat informasi pribadi seseorang lebih terpengaruh dibandingkan informasi publik mengenai pengambilan keputusan secara berkelompok maupun sendiri (Areiqat *et al.*, 2019). Ketika investor memutuskan untuk berinvestasi, mereka akan mengikuti investor yang dianggap mempunyai pengetahuan yang lebih, karena investor mengira bahwa pihak lain memiliki pemahaman yang lebih. Perilaku ini muncul kepada investor karena informasi yang serupa, sehingga menyebabkan persamaan keputusan yang diambil, dan berlaku untuk investor yang mempunyai informasi yang

tidak sama, tetapi investor mengacuhkan informasi yang dimilikinya dan memilih menggunakan keputusan investor lain.

Kemampuan kinerja yang dapat *risk tolerance* individu hadapi merupakan hasil ketika investor dapat menerima suatu risiko saat berinvestasi. seseorang mengambil keputusan berlandaskan nilai potensi, lalu mengevaluasi kerugian dan keuntungan dibandingkan dengan hasil akhir, yaitu bagaimana investor menentukan antara pilihan yang mengimplikasikan probabilitas menghadapi risiko, di mana tingkat kemungkinan risiko diketahui (Yao & Curl, 2011). Masing-masing investor mempunyai tingkat toleransi terhadap risiko tidak sama. Investor dengan *risk tolerance* yang tinggi akan condong memikirkan segala hal dengan baik sebelum mengambil keputusan investasi.

Prospect theory memberikan investor pandangan agar melakukan pertimbangan yang rasional sebelum mengambil keputusan investasi. Adanya bias emosional *overconfidence*, *loss aversion*, *regret aversion*, dan *herding* yang berada dalam diri investor memberikan dampak yang terlibat secara langsung karena terkadang munculnya tindakan perilaku keuangan (*behavioral finance*) yang irasional dalam berinvestasi. *Risk tolerance* investor memberikan pertimbangan yang dapat menjadi aspek pengambilan keputusan melalui perbedaan yang disebabkan oleh level dari *risk tolerance* dalam melaksanakan analisis baik fundamental ataupun teknikal sebelum menentukan hasil keputusannya.

Overconfidence dan Keputusan Investasi

Teori prospek menyatakan bahwa orang yang mengambil keputusan berlandaskan perbandingan antara hasil akhir dengan nilai potensi kerugian dan keuntungan, serta mengevaluasi kerugian dan keuntungan tersebut. Ketika investor berada pada keadaan bias *overconfidence* akan membuat dirinya meyakini pengetahuan yang dimiliki ketika menilai kondisi serta membuat penilaian dengan agresif.

Kecenderungan untuk terlalu yakin dalam memprediksi keberhasilan dan kemampuan merupakan sifat investor yang *overconfidence* (Jannah dan Ady, 2017). Perilaku

overconfidence dapat terjadi ketika investor memiliki masalah psikologis karena melakukan penilaian secara berlebihan, seperti informasi yang diperoleh maupun penilaian yang dibuatnya atas informasi tersebut (Asri, 2015). Investor percaya bahwa keputusan yang dibuat merupakan keputusan yang sudah benar. Tetapi, keputusan yang dibuat dapat mencegah investor memperoleh keuntungan secara maksimal atau justru mengalami kerugian yang besar.

Hasil penelitian Pradikasari dan Isbanah (2018) menemukan perilaku *overconfidence* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi responden yang merupakan mahasiswa di Kota Surabaya. Didukung dengan hasil penelitian Jannah dan Ady (2017); Subramaniam dan Velnampy (2017), dan Setiawan *et al.* (2018) yang membuktikan jika investor memiliki perilaku *overconfidence* lebih berani saat mengambil risiko untuk memperoleh *return* yang besar. Bertentangan dengan hal yang ditunjukkan oleh Wulandari dan Iramani (2014), Paramita *et al.* (2018), serta Rakhmatulloh dan Asandimitra (2019) membuktikan perilaku *overconfidence* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

H₁: *Overconfidence* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi

Loss Aversion dan Keputusan Investasi

Teori prospek memberikan konsep yang memiliki kaitan tentang anggapan bahwa manusia tidak bertindak secara rasional terus-menerus. Teori prospek menjelaskan pandangan terhadap keuntungan yang tidak sama dengan kerugian (Kahneman dan Tversky, 2013). Kebanyakan orang memandang tingkat kerugian yang dihadapi lebih menonjol ketimbang tingkat keuntungan yang diperoleh dengan anggapan nilainya kerugian dan keuntungan yang sepadan.

Loss aversion sering kali menyebabkan investor berupaya untuk menghindar dari kerugian dengan berlebih, sehingga dapat dikatakan bahwa saat berinvestasi investor akan lebih memperhatikan kehilangan aset ketimbang mendapatkan keuntungan (Pompian, 2011). *Loss aversion* membuat investor lebih mampu melindungi agar modal tidak turun dan lebih cemas ketika rugi

ketimbang saat investasinya mengalami kenaikan. Perilaku *loss aversion* menyebabkan investor untuk mempertahankan kerugiannya, bahkan jika investasi tersebut memiliki probabilitas yang sedikit atau tidak ada peluang untuk mengalami kenaikan. Hal ini akan membuat investor cenderung menanamkan pada investasi berisiko rendah (Barberis dan Thaler, 2016).

Hasil penelitian Azouzi dan Anis (2012) menunjukkan bahwa investor *loss aversion* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Penelitian Subramaniam dan Velnampy (2017) menyatakan apabila investor memiliki perilaku *loss aversion* yang tinggi akan meminimalkan atau menjauhi kerugian. Tetapi, penelitian lain menunjukkan perilaku *loss aversion* tidak memiliki pengaruh dalam pengambilan keputusan investasi (Bashir *et al.*, 2013; Pradhana (2018).

H₂: *Loss aversion* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi

Regret Aversion dan Keputusan Investasi

Teori prospek memberikan penjelasan serta menghadirkan hal yang menjadi awal timbulnya kesalahan atau bias seseorang (Kahneman dan Tversky, 2013). Seseorang akan semakin waspada ketika menentukan jenis investasi di masa akan datang saat mengalami kerugian ketika berinvestasi. Apabila investor menghadapi pengalaman saat untung maka akan mengambil bentuk investasi dengan tingkat risiko lebih besar dengan tingkat keuntungan tertentu (Wardani dan Lutfi, 2016).

Regret aversion merupakan kecenderungan untuk mencegah pengambilan keputusan karena enggan untuk mengalami kekecewaan (Singh dan Sikarwar, 2015). Investor cenderung menghindari mengambil keputusan yang disebabkan karena takut menghadapi kekecewaan (Singh dan Sikarwar, 2015). Kesalahan ketika mengambil keputusan serta kekecewaan yang mendalam merupakan sifat investor yang memiliki perilaku *regret aversion*. Bukan hanya merasa kecewa karena mengalami kerugian, tetapi juga pada saat mendapatkan keuntungan yang melebihi daripada keputusan yang telah dipilih. Hal ini

menyebabkan investor akan lebih waspada di masa depan saat membuat keputusan investasi.

Hasil penelitian Budiarto dan Susanti (2017), Gupta dan Ahmed (2017), serta Manuel dan Mathew (2017) menunjukkan hubungan positif antara *regret aversion* dan keputusan investasi. Namun, hasil ini tidak sejalan dengan Ady dan Hidayat (2019).

H₃: *Regret aversion* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi

Herding dan Keputusan Investasi

Penelitian Kahneman dan Tversky (2013) memberikan penjelasan tentang teori prospek yang berhubungan pada anggapan seseorang tidak terus-menerus berperilaku rasional. Teori ini memberi pandangan bahwa terdapat bias yang menempel serta aspek psikologis, salah satu aspek yang melekat dalam investor yaitu *herding* di mana seseorang cenderung mengikuti pilihan berdasarkan jumlah mayoritas.

Perilaku investor yang sering mengikuti sentimen di pasar atau menirukan pendapat dari ahli merupakan tanda bias *herding*. Timbulnya perilaku *herding* saat informasi pribadi seseorang lebih terpengaruh dibandingkan informasi publik mengenai pengambilan keputusan secara berkelompok maupun sendiri (Areiqat *et al.*, 2019). Ketika investor memutuskan untuk berinvestasi, mereka akan mengikuti investor yang dianggap mempunyai pengetahuan yang lebih. Perilaku ini muncul kepada investor karena informasi yang serupa, sehingga menyebabkan persamaan keputusan yang diambil, dan berlaku untuk investor yang mempunyai informasi yang tidak sama, tetapi investor mengacuhkan informasi yang dimilikinya dan memilih menggunakan keputusan investor lain.

Hasil penelitian Bakar dan Yi (2016) serta Setiawan *et al.* (2018) menemukan bahwa perilaku *herding* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dalam pengambilan keputusan investor. Namun, penelitian Ghalandari dan Ghahremanpour (2013) serta Ramdani (2018) membuktikan perilaku *herding* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan investasi.

H₄: *Herding* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi

Risk Tolerance dan Keputusan Investasi

Teori prospek menunjukkan bahwa seseorang mengambil keputusan berlandaskan nilai potensi, lalu mengevaluasi kerugian dan keuntungan dibandingkan dengan hasil akhir, yaitu bagaimana investor menentukan antara pilihan yang mengimplikasikan probabilitas menghadapi risiko, di mana tingkat kemungkinan risiko diketahui. Penelitian yang dilakukan oleh Kahneman dan Tversky (2013) memperlihatkan tentang perilaku terhadap risiko saat memperoleh keuntungan berlainan dengan risiko saat mengalami kehilangan. Terkadang investor mengambil risiko yang lebih tinggi ketika mengambil keputusan saat berinvestasi (Kartini dan Nugraha, 2016).

Risk tolerance merupakan tingkat keberanian yang investor peroleh ketika mengambil suatu risiko saat melakukan investasi (Wulandari dan Iramani, 2014). Investor dibagi menjadi tiga tipe bila dibandingkan sesuai preferensinya terhadap risiko. Pertama *risk seeker*, artinya investor memiliki sifat yang reflektif ketika membuat keputusan investasi, akibat mengetahui tentang kaitan dari *return* dan risiko memiliki hasil positif. Tipe kedua adalah *risk neutral*, umumnya investor ini bersikap fleksibel serta berhati-hati saat menentukan keputusan investasi. Ketiga adalah *risk averter*, investor akan cenderung membuat keputusan saat berinvestasi dengan risiko lebih rendah. Semakin besar toleransi risiko menyebabkan probabilitas memutuskan untuk memilih aset yang berisiko besar, dan sebaliknya untuk toleransi risiko yang kecil cenderung berinvestasi pada aset dengan risiko rendah (Hariaran *et al.*, 2000).

Hasil penelitian Pradikasari & Isbanah (2018) serta Ady dan Hidayat (2019) menunjukkan perilaku *risk tolerance* merupakan salah satu aspek yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Putra *et al.* (2016) serta Yulianis dan Sulistyowati (2021) menemukan perilaku *risk tolerance* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

H₅: *Risk tolerance* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi

3. Metode Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan yaitu eksplanatori (*explanatory research*). *Explanatory research* bertujuan untuk menguji suatu teori atau hipotesis guna memperkuat atau menolak teori atau hipotesis hasil penelitian sebelumnya. Variabel independen terdiri dari *overconfidence*, *loss aversion*, *regret aversion*, *herding*, dan *risk tolerance*, sedangkan variabel dependen adalah keputusan investasi.

Populasi pada penelitian ini yaitu seluruh investor *online trading*, yang menginvestasikan dananya di pasar modal melalui transaksi jual beli dalam bentuk saham yang berada di Kota Makassar, Provinsi Sulawesi Selatan.

Pemilihan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel menurut karakteristik khusus yang sesuai dengan tujuan penelitian, yaitu para investor yang berasal dari Galeri Investasi UAJM dan Forum Kelompok Studi Pasar Modal Sulawesi Selatan (FKSS). Banyaknya sampel ditentukan sejumlah 25 kali variabel independen (Ferdinand, 2014), maka jumlah sampel sebanyak 125 responden. Unit analisisnya adalah individu, yaitu investor. Adapun kriteria pemilihan sampel, yaitu:

1. Investor masih aktif dalam berinvestasi dan masih memiliki produk pasar modal dalam bentuk saham.
2. Investor yang memiliki pengalaman minimal satu tahun telah berinvestasi dalam instrumen pasar modal dalam bentuk saham.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini berupa survei menggunakan kuesioner (angket) dalam bentuk *google form*. Responden penelitian terdiri dari para investor di pasar modal yang sesuai kriteria pemilihan sampel di Kota Makassar, Provinsi Sulawesi Selatan yang dijadikan sampel dalam penelitian.

3.1 Pengukuran Variabel

Overconfidence merupakan situasi di mana investor percaya bahwa mereka memiliki keterampilan yang lebih dibandingkan pihak lain (Khan *et al.*, 2016). Variabel *overconfidence* diukur menggunakan

skala Likert (1) sangat tidak setuju sampai (5) sangat setuju dan terdapat 7 item pernyataan yang digunakan oleh Khan *et al.* (2016).

Menurut Vijaya (2014), *loss aversion* lebih condong pada perbedaan tingkat psikologis yang seseorang miliki karena besarnya kerugian atau keuntungan yang serupa. Variabel *loss aversion* diukur menggunakan skala Likert (1) sangat tidak setuju sampai (5) sangat setuju dan terdapat 5 item pernyataan yang digunakan oleh Khan (2017).

Nurdinda *et al.* (2020) menyatakan *regret aversion* merupakan kekecewaan yang disebabkan karena menghadapi kerugian, sehingga bertujuan agar keputusan yang dibuat tidak menghasilkan kesalahan yang serupa. Variabel *regret aversion* diukur menggunakan skala Likert (1) sangat tidak setuju sampai (5) sangat setuju dan terdapat 4 item pernyataan yang digunakan oleh Sukamulja & Senoputri (2019).

Herding mengacu pada kondisi di mana investor yang rasional mulai menunjukkan irasionalitas dengan mengikuti penilaian yang dilakukan pihak lain ketika mengambil keputusan (Baker *et al.*, 2018). Variabel *herding* diukur menggunakan skala Likert (1) sangat tidak setuju sampai (5) sangat setuju dan terdapat 4 item pernyataan yang digunakan oleh Vijaya (2014).

Risk tolerance adalah tingkat ketika menghadapi kondisi ketidakpastian dalam pengembalian investasi ketika investor masih bersedia lakukan dalam merencanakan keuangan mereka (Putri & Isbanah, 2020). Variabel *risk tolerance* diukur dengan skala Likert (1) sangat tidak setuju sampai (5) sangat setuju dan terdapat 8 item pernyataan yang digunakan oleh Wulandari & Iramani (2014).

Keputusan investasi merupakan suatu keputusan yang diambil ketika menghadapi dua ataupun lebih saat berinvestasi untuk mendapatkan *return* berupa keuntungan di masa akan datang yang berasal dari penanaman modalnya (Budiarto & Susanti, 2017). Jumlah investor yang ada di pasar modal akan sebanding bersama keputusan investasi yang diambil. Keputusan investasi memiliki peran yang penting ketika mengelola aset. Variabel keputusan investasi diukur menggunakan skala Likert (1) sangat tidak

setuju sampai (5) sangat setuju dan terdapat 4 item pernyataan yang digunakan oleh Wulandari & Iramani (2014).

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Deskripsi Data Penelitian

Responden pada penelitian ini diperoleh dari 157 investor yang telah menepati kriteria pemilihan sampel penelitian. Prosedur pengumpulan data dilakukan melalui menyebarkan kuesioner ke investor yang sudah lama maupun investor yang baru mulai berinvestasi yang berada di Kota Makassar. Peneliti menyebarkan kuesioner melalui *personal chat*, grup atau sosial media pada komunitas kelompok studi pasar modal di Kota Makassar Provinsi Sulawesi Selatan. Kuesioner disebar dan diisi secara langsung oleh responden melalui *googleform*. Jumlah kuesioner yang telah memenuhi kriteria penelitian dan sampel diperoleh melebihi estimasi yang ditentukan sebanyak 125 responden (25 x 5 variabel independen) (Ferdinand, 2014:173). Hasil penyebaran kuesioner yang berhasil diperoleh yaitu sebanyak 157 responden, kuesioner yang dibagikan terisi dengan lengkap sehingga dapat dianalisis secara lebih lanjut.

Tabel 1: Profil Responden

Responden		Total (Orang)	Persentase (%)
Jenis	Laki-Laki	51	32,48
Kelamin	Wanita	106	67,52
Usia (dalam tahun)	< 20	19	12,10
	20 s/d < 30	136	86,62
	≥ 30	2	1,28
Jangka Waktu	1 s/d < 3	128	81,53
Berinvestasi (dalam tahun)	3 s/d < 5	22	14,01
	≥ 5	7	4,46

Sumber: Data Penelitian Diolah (2022)

Berdasarkan data yang telah disajikan pada tabel 1, menunjukkan profil responden yang diklasifikasikan berlandaskan jenis kelamin, usia, dan jangka waktu berinvestasi. Responden terdiri dari 51 orang laki-laki (32,48%) dan 106 orang perempuan (67,52%). Sebanyak 19 orang responden (12,10%) berusia < 20 tahun, 136 orang responden (86,62%) berusia 20 tahun hingga < 30 tahun, dan 2 orang responden (1,28%) berusia ≥ 30 tahun. Jangka waktu berinvestasi responden dengan kisaran 1 tahun hingga < 3 tahun

sebanyak 128 orang (81,53%), 3 tahun hingga < 5 tahun sebanyak 22 orang (14,01%), ≥ 5 tahun sebanyak 7 orang (4,46%).

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deksriptif menggambarkan sekaligus mendeskripsikan sebuah data yang dapat membentuk suatu informasi lebih praktis untuk dimengerti dan jelas. Statistik deskriptif dapat dilihat dari rata-rata, minimum, maksimum, dan standar deviasi.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Kisaran Teoretis	Kisaran Aktual	Mean	St. Dev
<i>Overconfidence</i>	157	7-35	8-32	20,29	4,108
<i>Loss</i>	157	5-25	13-25	19,70	2,588
<i>Aversion</i>					
<i>Regret</i>	157	4-20	6-20	13,12	2,310
<i>Aversion</i>					
<i>Herding</i>	157	4-20	5-18	11,92	2,404
<i>Risk</i>	157	8-40	8-36	21,28	4,914
<i>Tolerance</i>					
Keputusan Investasi	157	4-20	4-18	10,25	2,591

Sumber: Output SPSS (2022)

Variabel *overconfidence* memiliki nilai kisaran teoretis 7-35, nilai kisaran aktual 8-32, dengan *mean* 20,29, dan standar deviasi 4,108. Hal ini mengindikasikan tanggapan responden cenderung mengarah ke skor jawaban 3.

Variabel *loss aversion* memiliki nilai kisaran teoretis 5-25, nilai kisaran aktual 13-25, dengan *mean* 19,70, dan standar deviasi 2,588. Hal ini mengindikasikan tanggapan responden cenderung mengarah ke skor jawaban 4.

Variabel *regret aversion* memiliki nilai kisaran teoretis 4-20, nilai kisaran aktual 6-20, dengan *mean* 13,12, dan standar deviasi 2,310. Hal ini mengindikasikan tanggapan responden cenderung mengarah ke skor jawaban 3 dan 4.

Variabel *herding* memiliki nilai kisaran teoretis 4-20, nilai kisaran aktual 5-18, dengan *mean* 11,92, dan standar deviasi 2,404. Hal ini mengindikasikan tanggapan responden cenderung mengarah ke skor jawaban 3.

Variabel *risk tolerance* memiliki nilai kisaran teoretis 8-40, nilai kisaran aktual 8-36, dengan *mean* 21,28, dan standar deviasi 4,914. Hal ini mengindikasikan tanggapan responden cenderung mengarah ke skor jawaban 3.

Variabel keputusan investasi memiliki nilai kisaran teoretis 4-20, nilai kisaran aktual 4-18, dengan *mean* 10,25, dan standar deviasi 2,591.

Hal ini mengindikasikan tanggapan responden cenderung mengarah ke skor jawaban 2 dan 3.

4.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan uji koefisien determinasi yang telah disajikan pada tabel 3, memperlihatkan hasil pengujian *adjusted R square* sebesar 0,381. Dengan demikian, dapat dikatakan pengaruh bias emosional dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi yang dapat dijelaskan model penelitian ini sebesar 38,1% dan 61,9% dijelaskan oleh variabel lain di luar model ini.

Tabel 3 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adj. R Square
<i>Overconfidence, Loss Aversion, Regret Aversion, Herding, dan Risk Tolerance</i> terhadap Keputusan Investasi	0,633	0,401	0,381

Sumber: Output SPSS (2022)

4.4 Uji Simultan

Berdasarkan uji simultan yang telah disajikan pada tabel 5, membuktikan hasil pengujian yaitu pengaruh bias emosional dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi yang memiliki nilai signifikansi 0,000. Dengan demikian, dapat dikatakan terdapat pengaruh bias emosional dan *risk tolerance* secara bersama-sama terhadap keputusan investasi dan model kerangka pikir telah dibangun dengan baik.

Tabel 4. Hasil Uji Simultan

Model	F	Sig.
<i>Overconfidence, Loss Aversion, Regret Aversion, Herding, dan Risk Tolerance</i> terhadap Keputusan Investasi	20,235	0,000

Sumber: Output SPSS (2022)

4.5 Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan tabel 5, maka dapat dibentuk persamaan regresi sebagai berikut:

$$y = 0,050x_1 - 0,219x_2 + 0,032x_3 + 0,264x_4 + 0,453x_5$$

Tabel 5. Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Standardized Coefficients	Sig.	Ket.
<i>Overconfidence</i>	0,050	0,460	Tidak Signifikan
<i>Loss Aversion</i>	-0,219	0,003	Signifikan
<i>Regret Aversion</i>	0,032	0,636	Tidak Signifikan
<i>Herding</i>	0,264	0,000	Signifikan
<i>Risk Tolerance</i>	0,453	0,000	Signifikan

Sumber: Output SPSS (2022)

4.6 Pembahasan

Pengaruh Overconfidence terhadap Keputusan Investasi

Hasil penelitian ini memperlihatkan semakin besar perilaku *overconfidence* investor maka akan semakin meningkatkan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional, tetapi pengaruhnya tidak kuat. Dapat dikatakan hasil penelitian ini sejalan dengan *prospect theory* di mana investor di Kota Makassar yang *overconfidence* akan melakukan transaksi dalam perdagangan saham dengan agresif. Hal ini menyebabkan semakin besar perilaku *overconfidence* yang menempel pada investor dapat memengaruhi investor di Kota Makassar ketika melakukan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional.

Investor yang mempunyai perilaku *overconfidence* tinggi akan condong memandang rendah keberadaan risiko. Hal ini membuat investor akan semakin meyakini keputusan investasi yang telah direncanakannya akan mengalami keberhasilan karena dapat memperkirakan dan mengidentifikasi keuntungan yang akan diterima di masa depan. Maka tinggi rendahnya perilaku *overconfidence* yang dimiliki oleh investor karena telah meyakini keputusan yang direncanakan, beranggapan bahwa dirinya memiliki pengalaman dan pengetahuan investasi yang lebih baik dibandingkan investor lain.

Perilaku *overconfidence* yang dimiliki investor tidak secara signifikan akan langsung memengaruhi investor ketika mengambil hasil keputusan investasi yang tidak rasional. Hal ini dapat dijelaskan melalui profil responden di mana responden memiliki rentang usia 20 tahun hingga < 30 tahun. Dengan usia seperti itu, akan dapat menandakan kedewasaan pada saat mempertimbangkan pengambilan keputusan dalam melakukan perdagangan di pasar saham dan mengendalikan emosi yang dimiliki sehingga dapat mengantisipasi untuk menentukan keputusan yang tidak rasional saat berinvestasi.

Temuan ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Pradikasari & Isbanah (2018) yang membuktikan perilaku *overconfidence* memiliki pengaruh positif

terhadap keputusan investasi pada mahasiswa di Kota Surabaya. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wulandari & Iramani (2014), Paramita *et al.* (2018), serta Rakhmatulloh & Asandimitra (2019) yang membuktikan tidak adanya pengaruh signifikan perilaku *overconfidence* saat mengambil keputusan investasi di pasar saham. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jannah & Ady (2017) serta Pradikasari & Isbanah (2018) yang menunjukkan perilaku *overconfidence* memiliki pengaruh signifikan investor ketika mengambil keputusan investasi.

Pengaruh Loss Aversion terhadap Keputusan Investasi

Hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa semakin besar perilaku *loss aversion* investor maka akan semakin meningkatkan pengambilan keputusan investasi yang rasional, dan pengaruhnya cukup kuat. Dapat dikatakan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor cenderung menghindari kerugian secara berlebihan sehingga terkadang lebih memilih untuk mengamankan aset yang dimiliki agar tidak mengalami penurunan nilai yang diinvestasikan. Hal ini menyebabkan semakin besar perilaku *loss aversion* yang dimiliki oleh investor memengaruhi investor di Kota Makassar dalam melakukan pengambilan keputusan investasi yang rasional.

Keputusan investasi yang dipengaruhi oleh *loss aversion* menyebabkan investor akan lebih berhati-hati ketika terjadinya perubahan saat aktivitas perdagangan saham berlangsung yang berpotensi menyebabkan kerugian. Perilaku *loss aversion* ini disebabkan karena investor lebih mencegah agar tidak mengalami kerugian, daripada keuntungan yang telah didapatkan pada nilai investasi yang sama. Hal ini menyebabkan investor menjadi lebih waspada untuk melakukan analisa fundamental dan teknikal sebelum menentukan hasil keputusan investasinya. *Loss aversion* juga merupakan perilaku yang tidak dapat diabaikan karena terbalik dengan apa yang investor harapkan, contohnya saat naiknya risiko dan *return* yang rendah (Areqiat *et al.*, 2019).

Temuan ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Azouzi & Anis (2012) yang menunjukkan bahwa investor *loss aversion* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Subramaniam & Velnampy (2017) yang membuktikan investor dengan perilaku *loss aversion* yang tinggi condong akan berupaya meminimalkan atau menghindari risiko kehilangan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Pradhana (2018) yang menunjukkan perilaku *loss aversion* tidak memiliki pengaruh signifikan ketika investor mengambil keputusan.

Pengaruh Regret Aversion terhadap Keputusan Investasi

Hasil penelitian memperlihatkan semakin besar perilaku *regret aversion* maka akan semakin meningkatkan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional, tetapi pengaruhnya tidak kuat. Dapat dikatakan hasil penelitian ini sejalan dengan *prospect theory* yang membuat investor akan lebih berhati-hati ketika menentukan hasil keputusan investasi yang disebabkan penyesalan pada masa lampau. Hal ini menyebabkan semakin investor memiliki perilaku *regret aversion* cenderung memengaruhi investor di Kota Makassar saat melaksanakan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional.

Kesalahan pengambilan keputusan dan kekecewaan yang terpendam merupakan hal yang dialami investor *regret aversion*. Pada saat berinvestasi, *regret aversion* menyebabkan ketakutan berlebihan disebabkan oleh keputusan yang buruk (Corzo *et al.*, 2014). Hal ini menandakan tinggi atau rendahnya perilaku *regret aversion* yang dialami oleh investor akan memengaruhi investor dalam melakukan pengambilan keputusan yang tidak rasional karena investor akan cenderung menghindari hasil keputusan yang buruk karena tidak ingin mengalami penyesalan (Singh & Sikarwar, 2015).

Hasil ini memperlihatkan investor yang memiliki perilaku *regret aversion* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Profil responden menunjukkan mayoritas investor telah berinvestasi dalam jangka waktu 1 tahun

hingga < 3 tahun. Pada rentang waktu tersebut dapat dikatakan bahwa responden perlu beradaptasi untuk mempersiapkan mental ketika kondisi pasar saham sedang berada dalam kondisi yang buruk atau ketika sedang mengalami koreksi yang menyebabkan terjadinya penurunan aset. Investor perlu memahami kondisi pada saat melakukan kegiatan investasi dan memperoleh pengetahuan yang membuat investor telah siap menanggung kerugian sebesar investasinya.

Temuan ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Budiarto & Susanti (2017), Gupta & Ahmed (2017), serta Manuel & Mathew (2017) yang menunjukkan terdapat hubungan yang positif antara *regret aversion* dan keputusan investasi. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ady & Hidayat (2019) yang menunjukkan pengaruh *regret aversion* dalam penelitiannya tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Manuel & Mathew (2017) yang mengungkapkan terdapat hubungan yang signifikan antara *regret aversion* dengan keputusan investasi.

Pengaruh Herding terhadap Keputusan Investasi

Hasil penelitian ini memperlihatkan semakin besar perilaku *herding* maka akan semakin meningkatkan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional, dan pengaruhnya cukup kuat. Dapat dikatakan hasil penelitian ini sejalan dengan *prospect theory* bahwa investor cenderung berinvestasi di instrumen yang diminati oleh banyak investor lainnya. Hal ini menyebabkan semakin besar perilaku *herding* yang dimiliki oleh investor memengaruhi investor di Kota Makassar dalam melakukan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional.

Herding merupakan penyimpangan umum yang keputusan investasinya berdasarkan pengambilan mayoritas, hal ini membuat investor sekadar memercayakan informasi kolektif dari pihak lain dibandingkan informasi pribadi. Profil responden menunjukkan mayoritas melakukan investasi dalam kurung waktu 1 tahun hingga < 3 tahun masih minim pengalaman untuk meningkatkan pemahaman sehingga menyebabkan investor lebih mudah terpengaruh oleh keputusan pihak

lainnya. Berdasarkan hasil keputusan pihak lain tersebut, investor lebih bereaksi cepat sesuai perubahan keputusan orang lain ketika mengambil keputusan saat melakukan investasi karena lebih mengutamakan keputusan investasi pihak lain daripada hasil pilihan sendiri. Perilaku *herding* timbul saat investor lebih terpengaruh oleh informasi dari keputusan kelompok ketika menentukan keputusan investasinya.

Temuan ini konsisten dan sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan Ghalandari & Ghahremanpour (2013) serta Ramdani (2018) yang membuktikan perilaku *herding* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Danepo (2018) mengenai dampak penyimpangan perilaku investor terhadap keputusan investasi yang menandakan perilaku *herding* memiliki pengaruh positif dan signifikan saat pengambilan keputusan investasi. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan Bakar & Yi (2016) serta Setiawan *et al.* (2018) yang mengatakan perilaku *herding* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi.

Pengaruh Risk Tolerance terhadap Keputusan Investasi

Hasil penelitian ini memperlihatkan semakin besar perilaku *risk tolerance* (X_5) maka akan semakin meningkatkan pengambilan keputusan investasi (Y) yang tidak rasional, dan pengaruhnya cukup kuat. Dapat dikatakan hasil penelitian ini sejalan dengan *prospect theory* yang menggambarkan bagaimana cara investor mengevaluasi potensi kerugian dan keuntungan sebelum mengambil keputusan investasi. Hal ini menyebabkan semakin besar perilaku *risk tolerance* yang dimiliki oleh investor memengaruhi investor di Kota Makassar dalam melakukan pengambilan keputusan investasi yang tidak rasional.

Risk tolerance secara teoretis akan memengaruhi sebuah keputusan investasi. Apabila perilaku *risk tolerance* investor tinggi akan condong menentukan keputusan yang lebih agresif untuk menginvestasikan dana yang dimiliki di instrumen yang memiliki tingkat risiko lebih besar dan mengalami

perubahan secara fluktuatif, seperti saham dibandingkan dengan investor yang memiliki tingkat *risk tolerance* yang rendah akan cenderung memilih menanam modalnya di instrumen saat berinvestasi pada instrumen yang memiliki *return* lebih kecil, seperti reksadana dan deposito. Sesuai dengan hasil penelitian Kahneman & Tversky (2013) membuktikan sikap ketika menghadapi risiko saat memperoleh keuntungan tidak sama dengan risiko saat mengalami kehilangan, sehingga ketika berinvestasi investor lebih memilih risiko yang lebih besar untuk memperoleh keuntungan lebih besar

Temuan ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Bahri (2018) yang menyimpulkan perilaku *risk tolerance* memiliki pengaruh positif dalam pengambilan keputusan saat berinvestasi. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan Pradikasari & Isbanah (2018) serta Ady & Hidayat (2019) yang menunjukkan perilaku *risk tolerance* merupakan salah satu aspek yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Wulandari & Iramani (2014) yang mendukung semakin tinggi tingkat *risk tolerance*, semakin berani investor ketika akan menentukan keputusan investasi. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putra *et al.* (2016) serta Yulianis & Sulistyowati (2021) yang menemukan *risk tolerance* tidak memiliki pengaruh signifikan dalam menentukan keputusan investasi.

5. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan menginvestigasi perilaku *overconfidence*, *loss aversion*, *regret aversion*, *herding*, dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi. Penelitian ini membuktikan bahwa perilaku *overconfidence* dan *regret aversion* belum mampu memengaruhi secara signifikan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor di Makassar. Pengambilan keputusan yang tidak rasional dapat diminimalisir dengan mengendalikan emosi serta kesiapan dalam beradaptasi ketika menghadapi penurunan aset saat melakukan kegiatan investasi di pasar modal. Perilaku *loss aversion* mampu menurunkan pengambilan keputusan investasi

yang tidak rasional pada investor yang berada di Kota Makassar. Hal ini menandakan bahwa investor akan lebih berhati-hati saat aktivitas perdagangan saham mengalami penurunan, sehingga investor menjadi semakin waspada dan melakukan analisa sebelum menentukan hasil keputusan investasinya. Investor yang memiliki perilaku *herding* cenderung mengambil keputusan investasi yang tidak rasional karena memercayakan informasi kolektif dari pihak lain dibandingkan informasi pribadi. Perilaku *herding* timbul ketika investor terpengaruh oleh hasil keputusan kelompok ketika menentukan keputusannya saat berinvestasi. Selain itu, investor dengan *risk tolerance* yang tinggi cenderung membuat investor memilih keputusan saat berinvestasi pada instrumen dengan tingkat keuntungan yang lebih besar dibandingkan yang memberikan *return* rendah, sebab investor telah menyadari mengenai risiko yang akan diperoleh sebesar jumlah investasi yang dilakukan.

Implikasi teoretis dari penelitian ini memperkuat *prospect theory* yang mulanya yang menyatakan bias dalam diri individu dapat memengaruhi pengambilan keputusan. *Prospect theory* memberikan penjelasan yang lebih kuat tentang perilaku individu ketika mengambil keputusan dianggap aneh serta kontradiktif dan terkadang bersifat irasional. Investor perlu memerhatikan bias emosional agar keputusan yang diambil tidak memberikan kerugian di masa yang akan datang. Investor juga perlu membandingkan risiko dalam berinvestasi yang sesuai dengan tingkat *risk tolerance* investor.

Hal yang berperan dalam mengambil keputusan terkadang dipengaruhi oleh aspek lain di luar aspek emosional sehingga membuat investor pasar modal perlu mempertimbangkan keperluan psikologi lainnya agar keputusan yang diambil tidak memberikan hasil yang merugikan investor sendiri serta melakukan analisis fundamental dan teknikal agar dapat meminimalisir kemungkinan risiko dan kerugian yang ada saat melakukan kegiatan investasi.

Implikasi praktis dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan dukungan bagi investor yang telah melakukan perdagangan di pasar modal dan juga dapat menjadi dorongan

bagi calon investor untuk berinvestasi, investor dapat mengetahui bagaimana keputusan yang dapat dipengaruhi aspek psikologis yang ada dalam diri investor berupa bias emosional dan tingkat risk tolerance. Investor yang memiliki perilaku *overconfidence* cenderung menyebabkan berinvestasi dengan agresif dan semakin sering melakukan trading, perilaku *loss aversion* dapat membuat investor semakin waspada saat aset mengalami penurunan nilai walaupun hal tersebut bersifat sementara, perilaku *regret aversion* menyebabkan investor menghindari membuat keputusan akibat hasil keputusan di masa lampau yang buruk, perilaku *herding* menyebabkan investor akan lebih memprioritaskan keputusan pihak lain dibandingkan hasil keputusannya sendiri, dan perilaku *risk tolerance* dapat memberikan investor pemahaman tentang seberapa besar return yang investor inginkan telah sepadan dengan risiko yang dapat terjadi.

Bagi investor di pasar modal untuk selalu mencari informasi serta melakukan analisis dengan teliti ketika memilih saham. Diharapkan juga investor memiliki pendirian dan tidak mudah terpengaruh oleh investor lain dan mengikuti fenomena yang sedang terjadi di pasar, dengan begitu investor dapat mengambil keputusan investasi yang rasional.

Bagi calon investor di pasar modal dapat menjadikan penelitian ini sebagai pertimbangan ketika ingin memulai berinvestasi, agar dapat menghindari hasil keputusan yang tidak rasional untuk menghindari kerugian yang besar, sehingga dapat memperoleh keuntungan yang diharapkan di masa akan datang.

Bagi regulator hasil penelitian ini merupakan bagian penting dari pengambilan keputusan untuk memikat masyarakat agar melakukan investasi di mana tingkat investasi negara berkembang lebih rendah dibandingkan negara maju, serta menjadi literatur yang tersedia tentang hubungan pengambilan keputusan investasi.

Bagi perusahaan sekuritas hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat untuk mendapatkan hasil analisis yang baik dengan mempertimbangkan aspek bias emosional dan *risk tolerance* saat memutuskan kapan investor harus membeli, menjual ataupun mempertahankan sahamnya sehingga dapat

membantu perusahaan sekuritas dalam proses pengambilan keputusan investasi kepada investor.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang juga dapat digunakan sebagai bahan acuan peneliti selanjutnya, yang pertama adalah sampel yang mayoritas berasal dari mahasiswa atau mahasiswi salah satu perguruan tinggi swasta di Makassar sehingga hasil yang diperoleh kurang tergeneralisasi yang dikarenakan alternatif penyebaran kuesioner dalam mengumpulkan dan mencapai jumlah responden yang memenuhi kriteria penelitian. Kedua, pengumpulan data primer melalui kuesioner *googleform* ini berdasarkan kesediaan responden dalam meluangkan waktu sehingga tidak menjamin seluruh responden yang dikirimkan bersedia mengisi kuesioner serta memahami dengan benar pernyataan yang tercantum pada kuesioner dan mempertimbangkan aspek psikologis lainnya untuk menambahkan pengetahuan perilaku bagi masyarakat.

Berdasarkan temuan dan keterbatasan dalam penelitian ini, peneliti memberi rekomendasi kepada penelitian selanjutnya agar dapat memperluas sampel penelitian berupa skala yang lebih luas seperti subjek penelitian yang tidak hanya berasal dari investor pasar modal di kalangan mahasiswa, melainkan mempertimbangkan sekuritas sebagai target agar dapat memberikan dampak penelitian secara lebih besar, serta melakukan penyebaran kuesioner secara langsung kepada responden dan memberikan pemahaman terkait variabel penelitian, serta menambahkan karakteristik sampel serta mempertimbangkan variabel bias kognitif yang dapat ditambahkan seperti *bias anchoring* dan *bias confirmation* untuk memperluas wawasan terkait perilaku sehingga tidak hanya terbatas pada bias emosional.

DAFTAR PUSTAKA

- Ady, S. U., & Hidayat, A. (2019). Do Young Surabaya's Investors Make Rational Investment Decisions? *International Journal of Scientific & Technology Research*, 8(7), 319-322.
- Ammann, M., Frey, R., & Verhofen, M. (2014). Do Newspaper Articles Predict

- Aggregate Stock Returns? *Journal of Behavioral Finance*, 15(3), 195-213.
- Areiqat, A. Y., Abu-Rumman, A., Al-Alani, Y. S., & Alhorani, A. (2019). Impact of Behavioral Finance on Stock Investment Decisions Applied Study on a Sample of Investors at Amman Stock Exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-17.
- Asri, M. (2015). *Keuangan Keperilakuan (Pertama)*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Azouzi, M., & Anis, J. (2012). CEO Emotional Bias and Investment Decision, Bayesian Network Method. *Management Science Letters*, 2(4), 1259-1278.
- Bahri, M. S. (2018). Pengaruh Risk Tolerance, Risk Perception dan Kecerdasan Spiritual terhadap Keputusan Investasi. Skripsi, STIE Perbanas SURABAYA.
- Bakar, S., & Yi, A. N. C. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investor's Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 103, 103-110.
- Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2014). How Biases Affect Investor Behaviour. *The European Financial Review*, 7-10.
- Barberis, N., Mukherjee, A., & Wang, B. (2016). Prospect Theory and Stock Returns: An Empirical Test. *The Review of Financial Studies*, 29(11), 3068-3107.
- Bashir, T., Rasheed, S., Raftar, S., Fatima, S., & Maqsood, S. (2013). Impact of Behavioral Biases on Investor Decision Making: Male vs Female. *Journal of Business and Management*, 10(3), 60-68.
- Budiarto, A., & Susanti, S. (2017). Pengaruh Financial Literacy, Overconfidence, Regret Aversion Bias, dan Risk Tolerance terhadap Keputusan Investasi (Studi pada Investor PT. Sucorinvest Central Gani Galeri Investasi BEI Universitas Negeri Surabaya). *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 5(2), 1-9.
- Corzo, T., Prat, M., & Vaquero, E. (2014). Behavioral Finance in Joseph de la Vega's Confusion de Confusiones. *Journal of Behavioral Finance*, 15(4), 341-350.
- Danepo, M. (2018). *Pengaruh Bias Perilaku Investor terhadap Keputusan Investasi di Pasar Saham (Studi pada Bursa Efek Indonesia)* (Tesis). Universitas Lampung.
- Farooq, A., & Sajid, M. (2015). Factors Affecting Investment Decision Making: Evidence from Equity Fund Managers and Individual Investors in Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(9), 2222-1697.
- Ferdinand, A. (2014). *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi Tesis dan Disertasi Ilmu Manajemen*. Universitas Diponegoro Press.
- Figner, B., & Weber, E. U. (2015). Personality and Risk Taking. In *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences: Second Edition* (pp. 809-813). Elsevier Inc.
- Fridana, I. O., & Asandimitra, N. (2020). Analisis Faktor yang Memengaruhi Keputusan Investasi (Studi pada Mahasiswi di Surabaya). *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, 4(2), 396-405.
- Ghalandari, K., & Ghahremanpour, J. (2013). The Effect of Market Variables and Herding Effect on Investment Decision as Factor Influencing Investment Performance in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(3), 313-318.
- Godoi, C. K., Marcon, R., & Barbosa daSilva, A. (2005). Loss Aversion: A Qualitative Study in Behavioural Finance. *Managerial Finance*, 31(4), 46-56
- Gozalie, S., & Anastasia, N. (2015). Pengaruh Perilaku Heuristics dan Herding terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Properti Hunian. *Finesta*, 3(2), 28-32.
- Gupta, Y., & Ahmed, S. (2017). The Impact of Behavioral Biases on Investor's Behavior in Indian Stock Market. *International Journal of Management and Social Science Research Review*, 1(37).
- Haigh, M. S., & List, J. A. (2005). Do Professional Traders Exhibit Myopic Loss Aversion? An Experimental Analysis. *The Journal of Finance*, 60(1), 523-534.
- Hariharan, G., Chapman, K. S., & Domian, D. L. (2000). Risk Tolerance and Asset Allocation for Investors Nearing Retirement. *Financial Services Review*, 9(2), 159-170.

- Jannah, W., & Ady, S. U. (2017). Analisis Fundamental, Suku Bunga, dan Overconfidence terhadap Pengambilan Keputusan Investasi pada Investor di Surabaya. *Ekspektra: Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 1(2), 138-155.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. In *Handbook of the Fundamentals of Financial Decision Making: Part I*, 99-127.
- Kansal, P., & Singh, S. (2018). Determinants of Overconfidence Bias in Indian Stock Market. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(4), 381-394.
- Kartini, K., & Nugraha, N. F. (2015). Pengaruh Illusions of Control, Overconfidence dan Emotion Terhadap Pengambilan Keputusan Investasi pada Investor di Yogyakarta. *Asian Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 4(2), 114-122.
- Khan, M. Z. U. (2017). Impact of Availability Bias and Loss Aversion Bias on Investment Decision Making, Moderating Role of Risk Perception. *IMPACT: Journal of Modern Developments in General Management & Administration (IMPACT: JMDGMA)*, 1(1), 17-28.
- Khan, M. T. I., Tan, S. H., & Chong, L. L. (2016). The Effects of Stated Preferences for Firm Characteristics, Optimism and Overconfidence on Trading Activities. *International Journal of Bank Marketing*, 34(7), 1114-1130.
- Kufepaksi, M. (2016). *Perilaku Penipuan Diri di Bursa Saham*. Expert: Bandar Lampung.
- Levy, J. S. (1992). An Introduction to Prospect Theory. *Political Psychology*, 13(2), 171-186.
- Manuel, J., & Mathew, G. (2017). Impact of Cognitive Biases in Investment Decisions of Individual Investors in Stock Market. *International Journal of Engineering Technology*, 5(6), 531-538.
- Nurdinda, W., Muslihat, A., & Putra, R. A. K. (2020). Pengaruh Regret Aversion Bias dan Risk Tolerance bagi Investor Muda Jawa Barat terhadap Keputusan Investasi. *AKUNSIKA: Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 1(1), 30-38.
- Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- Olsen, R. A. (1998). Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10-18.
- Paramita, R. S., Isbanah, Y., Kusumaningrum, T. M., Musdholifah, M., & Hartono, U. (2018). Young Investor Behavior: Implementation Theory of Planned Behavior. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(7), 733-746.
- Pompian, M. M. (2011). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies that Account for Investor Biases*. John Wiley & Sons.
- Pradhana, R. W. (2018). Pengaruh Financial Literacy, Cognitive Bias, dan Emotional Bias terhadap Keputusan Investasi (Studi pada investor Galeri Investasi Universitas Negeri Surabaya). *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 6(3), 108-117.
- Pradikasari, E., & Isbanah, Y. (2018). Pengaruh Financial Literacy, Illusion of Control, Overconfidence, Risk Tolerance, dan Risk Perception terhadap Keputusan Investasi pada Mahasiswa di Kota Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 6(4), 424-434.
- Pratiwi, N. P. A. I. (2016). *Pengaruh Literasi Keuangan, Percaya Diri Berlebih, dan Toleransi Risiko pada Pengambilan Keputusan Investasi Masyarakat Sidoarjo*. (Skripsi). STIE Perbanas Surabaya.
- Putra, I. P. S., Ananingtiyas, H., Sari, D. R., Dewi, A. S., & Silvy, M. (2016). Pengaruh Tingkat Literasi Keuangan, Experienced Regret, dan Risk Tolerance pada Pemilihan Jenis Investasi. *Journal of Business and Banking*, 5(2), 271-282.
- Putri, F. K., Bramanti, W. G., & Hakim, M. S. (2017). Pengaruh Faktor Kepribadian Terhadap Toleransi Risiko Keputusan Investasi Saham. *Jurnal Teknik ITS*, 6(1), 7-11.
- Putri, R. A., & Isbanah, Y. (2020). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Investasi pada Investor Saham di Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(1), 197-209.

- Rakhmatulloh, A. D., & Asandimitra, N. (2019). Pengaruh Overconfidence, Accounting Information, dan Behavioural Motivation terhadap Keputusan Investasi di Kota Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 7(3), 796-806.
- Ramdani, F. N. (2018). *Analisis Pengaruh Representativeness Bias dan Herding Behavior dalam Pengambilan Keputusan Investasi (Studi pada Mahasiswa di Yogyakarta)* (Skripsi). Universitas Islam Indonesia.
- Safitri, K. (2020). BEI Catat Jumlah Investor Pasar Modal Naik 42 Persen pada 2020. Retrieved November 12, 2021, from <https://money.kompas.com/read/2020/12/01/150325726/bei-catat-jumlah-investor-pasar-modal-naik-42-persen-pada-2020>.
- Salvatore, T., & Esra, M. A. (2020). Pengaruh Overconfidence, Herding, Regret Aversion, dan Risk Tolerance terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Investor. *Jurnal Manajemen*, 10(1), 48-56.
- Setiawan, Y. C., Atahau, A. D. R., & Robiyanto, R. (2018). Cognitive Dissonance Bias, Overconfidence Bias dan Herding Bias dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham. *AFRE (Accounting and Financial Review)*, 1(1).
- Singh, T., & Sikarwar, G. S. (2015). The Influence of Investor Psychology on Regret Aversion. *Global Journal of Management And Business Research*, 15(2), 55-69.
- Subash, R. (2012). *Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions: Evidence from India* (Diploma Thesis). Charles University.
- Subramaniam, A., & Velnampy, T. (2017). The Role of Behavioural Factors in the Investment Decisions of Household Investors. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 7(1), 392-412.
- Sukamulja, S., Meilita, A. Y. N., & Senoputri, D. (2019). Regret Aversion Bias, Mental Accounting, Overconfidence, and Risk Perception in Investment Decision Making on Generation Y Workers in Yogyakarta. *International Journal of Economics and Management Studies*, 6(7), 102-110.
- Thaler, R. H., Tversky, A., Kahneman, D., & Schwartz, A. (1997). The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 647-661.
- Vijaya, E. (2014). An Empirical Analysis of Influential Factors on Investment Behaviour of Retail Investors' in Indian Stock Market: A Behavioural Perspective. *International Journal in Management and Social Science*, 2(12), 296-308.
- Virigineni, M., & Rao, M. B. (2017). Contemporary Developments in Behavioural Finance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 448-459.
- Wardani, A. K., & Lutfi, L. (2017). Pengaruh Literasi Keuangan, Experienced Regret, Risk Tolerance, dan Motivasi pada Keputusan Investasi Keluarga dalam Perspektif Masyarakat Bali. *Journal of Business and Banking*, 6(2), 195-214.
- Wulandari, D. A., & Iramani, R. (2014). Studi Experienced Regret, Risk Tolerance, Overconfidence dan Risk Perception pada Pengambilan Keputusan Investasi. *Journal of Business and Banking*, 4(1), 55-66.
- Yao, R., & Curl, A. L. (2011). Do Market Returns Influence Risk Tolerance? Evidence from Panel Data. *Journal of Family and Economic Issues*, 32(3), 532-544.
- Yulianis, N., & Sulistyowati, E. (2021). The Effect of Financial Literacy, Overconfidence, and Risk Tolerance on Investment Decision. *Journal of Economics, Business, and Government Challenges*, 4(1), 61-71.