

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Industri keuangan dunia mengalami kegoncangan yang hebat ketika terjadi turbulensi secara mendadak pada akhir semester 2008. Pada saat itu terjadi fenomena *Subprime Mortgage Crises* yang diakibatkan oleh spekulasi yang berlebihan dari pasar properti di Amerika Serikat. Akibat dari krisis tersebut terasa hampir ke seluruh penjuru dunia baik secara langsung maupun tidak langsung seperti sebuah wabah virus yang menyebar begitu cepat. Sekian banyak bank besar dan institusi keuangan raksasa di berbagai belahan penjuru dunia hanya bisa menyaksikan dengan pasrah ketika neraca keuangan mereka secara bertahap mengalami kemerosotan, dan tidak sedikit diantaranya terpaksa harus gulung tikar.

Pemerintah di beberapa Negara mencoba bereaksi dengan mengeluarkan paket rencana penyelamatan melalui berbagai proyek dana talangan ataupun *bail out*, adapun bentuk lain seperti melakukan nasionalisasi dengan pengambil alihan secara akuisisi terhadap korporasi besar oleh pemerintah ataupun dengan mencoba mengupayakan merger sebuah perusahaan yang tengah mengalami krisis dengan perusahaan lainnya. Hal ini membuat kepanikan yang besar terutama di sektor keuangan, bisa diduga bahwa akibat selanjutnya ialah terjadinya kemerosotan yang tajam di berbagai pasar keuangan, para pelaku pasar bereaksi negative terhadap krisis, mereka memilih untuk menarik dananya dari peredaran. Pada periode ini terjadi fluktuasi harga saham yang signifikan di berbagai pasar saham, kapitalisasi pasar menurun, bahkan beberapa pasar bursa saham, termasuk di Indonesia, harus ditutup sementara dan beberapa emiten harus mengalami *suspend* demi menstabilkan kembali pasar keuangan dan mempercepat *recovery*.

Manajemen keuangan mempelajari bagaimana manusia mengalokasikan sumber daya keuangan yang terbatas secara efektif dan efisien. Mengacu pada berbagai literatur keuangan yang selama ini diadopsi oleh dunia akademis, menanggapi fenomena ini, teknik analisis fundamental ataupun teknikal belum mampu memberikan jawaban secara komprehensif mengenai apa yang sedang terjadi. Fluktuasi yang tajam dan ketidakstabilan pasar memunculkan suatu keraguan, “masihkah berlaku teori *Efficient Market Hypothesis* pada fenomena ini?” Sejalan dengan waktu, bukti empiris dan teoretis menjelaskan bahwa pergerakan pasar hampir sepenuhnya dipengaruhi oleh *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan *Efficient Market Hypothesis*. Teori CAPM dan EMH memiliki asumsi bahwa pelaku pasar bertindak secara rasional, rasional berarti dua hal, pertama bahwa ketika pelaku pasar menerima informasi, rumor, atau isu mengenai pasar, mereka akan bertindak sesuai dengan teori Bayes bahwa mereka akan bertindak wajar dan sebagai mana mestinya, kedua bahwa sesuai dengan informasi yang diperoleh maka pelaku pasar akan memilih secara normatif sesuai dengan teori *Savage's notion of Subjective Expected Utility* (SEU). Untuk beberapa dekade teori investasi di pasar instrumen keuangan didominasi oleh asumsi bahwa pelaku pasar selalu mengambil tindakan dan reaksi yang selalu rasional. Harga pasar benar-benar mencerminkan keadaan riilnya. Kerangka pikir semacam ini relatif sederhana dengan merumuskan berbagai reaksi pasar melalui data-data historikal dan informatif yang berguna untuk memprediksi perilaku dan sentimen pasar pada suatu periode tertentu. Pada kenyataannya, paradigma dunia keuangan mengenal eksistensi beberapa investor yang *irrational* dimana reaksi mereka dalam merespon pasar memiliki deviasi yang cukup tinggi penyimpangannya dari asumsi rasionalitas. Para akademisi di bidang investasi keuangan kemudian merumuskan suatu teori baru yaitu *Arbitrage Pricing Theory* (APT) untuk menjawab fenomena *irrationality* di pasar keuangan, Model alternatif untuk penentuan harga

asset yang dikembangkan oleh Stephen Ross yang disebut Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory – APT*) yang dalam beberapa hal tidak serumit CAPM. CAPM memerlukan sejumlah besar asumsi, termasuk asumsi yang dibuat oleh Harry Markowitz saat mengembangkan dasar nilai tengah dari varians (*mean-variance*). Asumsi utama APT adalah setiap investor memiliki peluang yang sama untuk meningkatkan return portofolionya tanpa meningkatkan risikonya. Mekanisme pelaksanaannya melibatkan penggunaan portofolio yang telah ditentukan. APT mencoba untuk mendeteksi irasionalitas yang telah terjadi di pasar sejak dini dengan asumsi bahwa semua reaksi irasionalitas yang terjadi di pasar mampu dengan cepat direspon dan dikendalikan oleh investor yang rasional.

Karena model matematisnya yang relatif simpel, mekanisme *arbitrage* telah dipercaya berhasil membaca pergerakan harga saham pada periode awal kemunculannya, dan dipergunakan secara luas sebagai mekanisme dasar transaksi investasi, hipotesis rasionalitas investor ini kemudian menjadi terkenal untuk sekian lama dan didukung dengan pengabsahan dari banyak penelitian akademisi di bidang keuangan.

Sejalan dengan waktu, antusiasme para akademisi dalam mendukung hipotesis kinerja mekanisme *arbitrage* kian meredup. Perubahan perilaku ini disebabkan oleh tiga alasan utama yang mendasar: pertama, penemuan para psikolog yang relevan menegaskan bahwa banyak terdapat bukti yang kuat dan jelas tentang perilaku irasional yang terdapat dalam diri manusia (Von Neumann & Morgenstein;1944 dan Kahnemann & Tversky;1979). Faktanya, melalui berbagai eksperimen psikologis, berbagai peneliti di bidang psikologi mampu mengungkap bahwa keputusan yang diambil oleh setiap orang dipengaruhi oleh banyak sekali faktor bias secara emosional maupun kognitif yang memiliki deviasi yang relatif tinggi dari rasionalitas. Bias psikologis secara abstrak dapat digambarkan sebagai *systematic errors judgement*. Maka

dari itu, keputusan investor yang sepenuhnya rasional yang selama ini menjadi asumsi teori keuangan dinilai terlalu simpel dan tidak mampu menjelaskan secara terperinci perilaku yang sesungguhnya, termasuk diantaranya perilaku investor. Kedua, keterbatasan dari mekanisme *arbitrage* sebagai taktik investasi banyak diungkap melalui berbagai penelitian yang telah dipublikasikan. Faktanya melalui berbagai alasan, *arbitrage* hanya menjadi sebuah konsep teoretis yang tidak mampu diterapkan secara sepenuhnya diaplikasikan di dunia nyata. Mekanisme *arbitrage* yang dikonsepsikan secara teori di berbagai literatur terlalu banyak mengasumsikan fenomena-fenomena yang dianggap tidak muncul dalam perhitungan matematisnya. Perilaku irasional investor masih tidak mampu dijelaskan dalam mekanisme *arbitrage* ini yang sebetulnya memegang peranan penting dalam pergerakan harga saham. Ketiga, semakin banyak penelitian dan studi mengenai identifikasi pergerakan momentum yang terjadi secara berulang kali di berbagai pasar saham yang bersifat irasional, jauh dari kaidah hipotesis rasionalitas (Jegadeesh dan Titman (1993, 2001); Fama dan French (1996); Chan, Jegadeesh dan Lakonishock (1996); Rouenhorst (1998). Faktanya, akademisi di bidang keuangan tidak berujung pada satu konsensus akan sebuah penjelasan mengenai keberadaan efek momentum yang begitu kuat, hal ini sekaligus membantah teori rasionalitas yang dipaparkan oleh (Moskovitz, Grinblatt (1999); Daniel dan Titman (2000); Jhonson (2002); Ang, Chen dan Xing (2002); serta Griffen, Ji dan Martin (2003).

Peneliti dan akademisi keuangan kemudian banyak yang kian termotivasi untuk mencari alternatif lain sebagai jalan keluar dari hipotesis teori rasionalitas yang dirasa semakin irasional jika tetap diaplikasikan di dunia nyata. Sebagai jawabannya, banyak diantaranya yang mencoba menyertakan efek alamiah beberapa bias psikologis ke dalam model pengambilan keputusan dan perilaku investor. Penelitian-penelitian yang paling terkenal diantaranya dilakukan oleh Daniel,

Hirshleifer & Subrahmanyam (1998); Barberis, Shleifer & Vishny (1998) dan Hong & Stein (1999). Ketiga penelitian tersebut mengadopsi dan mengacu pada penelitian-penelitian mengenai *behavioral finance* terdahulu. Pada dasarnya, penelitian-penelitian tersebut mencoba membangun model dimana disertakan variabel efek momentum dalam pengembalian return saham yang dipengaruhi beberapa bias psikologis dalam perilaku investor, bias-bias psikologi tersebut dirumuskan melalui berbagai eksperimen psikologis terhadap perilaku investor. Pendekatan semacam ini memunculkan disiplin ilmu baru yang terkenal dengan istilah *Behavioral Finance* dimana para akademisi yang menggagasnya mengadopsi dan memodifikasi hasil eksperimen para psikolog terhadap bias psikologis untuk kemudian diterapkan dalam meneliti perilaku investor di pasar saham. Hasilnya, tidak terlalu mengejutkan, melalui satu atau beberapa bias psikologis alamiah yang dimiliki oleh setiap manusia, para pelaku pasar tidak sepenuhnya bertindak secara rasional, terutama ketika bereaksi terhadap pergerakan pasar. Itulah mengapa pelaku pasar sering kali bereaksi secara berlebihan ataupun terlambat bereaksi terhadap pergerakan pasar. Reaksi yang ditimbulkan bermacam-macam bergantung pada perilaku investor baik secara individu maupun kelompok.

Melalui berbagai penelitian terungkap bahwa perilaku investor dipengaruhi oleh beberapa bias psikologis (*psychological biases*) seperti yang diungkap oleh peneliti-peneliti sebagai berikut: Danie Hirshleifer dan Subrahmanyam (1998) mempertimbangkan konsep bias *overconfidence* sebagai salah satu refleksi bias psikologis yang mempengaruhi perilaku investor, Kahneman and Tversky (1974) memunculkan konsep *representativeness*, Gregory Northcraft dan Margaret Neale (1987), peneliti dari University of Arizona, memperkenalkan konsep bias *Anchoring & Adjustment*, kemudian konsep bias *Cognitive Dissonance* diperkenalkan oleh Professor William N. Goetzmann dari the Yale School of Management dan Nadav Peles dari J.



P. Morgan melalui karyanya yang berjudul “*Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors*,” Terrance Odean and Brad Barber (2002), melalui karya ilmiahnya yang berjudul “*All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors*,” memperkenalkan bias *availability*, kemudian Fischhoff (1982), Langer and Roth (1975). menuliskan konsep *the self attribution bias*, BSV (1998) menuliskan konsep *conservatism*, dan masih banyak konsep-konsep lain yang berhasil diungkap berkat kerjasama antara pakar psikologi dan investasi.

Bias psikologis, dalam konteks *behavioral finance*, dapat diasosiasikan dengan kesalahan sistematis dalam penilaian. Para peneliti berhasil menggolongkan sekitar lima puluh bias psikologis yang dapat menentukan pembentukan perilaku investor. Bias psikologis mampu memberikan sumbangan teoretis dalam menjelaskan mengapa perilaku investor tidak sepenuhnya rasional dan selalu mengandung unsur irasionalitas. Tidak seperti teori keuangan klasik pada umumnya, *behavioral finance* berlandaskan pada berbagai bukti dan fakta mengenai adanya ketidakefisienan pengambilan keputusan dalam berbagai situasi yang dihadapi manusia, khususnya keputusan investasi.

Karena begitu kuatnya pengaruh bias psikologis dalam membentuk perilaku investor, maka penelitian ini bermaksud untuk mengobservasi konsep bias psikologis (*psychological biases*) dengan berbagai dimensi dan indikatornya. Mengacu pada berbagai penelitian, jurnal, buku, dan resensi, penelitian ini mengajukan sekitar sepuluh dimensi yang merupakan dimensi atau indikator reflektif dari bias psikologis, kesepuluh dimensi tersebut akan diuji menggunakan analisis faktor konfirmatori untuk diperoleh dimensi dan atau indikator yang unidimensional, valid, dan reliable dalam menjelaskan konsep bias psikologis. Maka dari itu penelitian ini akan mengetengahkan judul:

## **Analisis *Psychological Bias* Sebagai Refleksi Perilaku Investor Menggunakan Pendekatan**

### **Analisis Faktor Konfirmatori**

Dalam penelitian ini, objek penelitian akan bertempat di PT. Danareksa Sekuritas. Hal ini karena PT. Danareksa sekuritas merupakan salah satu pelopor *investment house* di Indonesia. Sejarah perkembangan pasar modal tidak mungkin terlepas dari keberadaan Danareksa. Sejak berdirinya 31 tahun silam, Danareksa senantiasa bergelut dengan jatuh bangunnya pasar modal nasional. Dinamika pasar modal ikut menempa Danareksa sehingga sampai saat ini Danareksa tetap eksis. Dalam perjalanannya, Danareksa telah berhasil melewati beberapa tahap perkembangan penting yang mengantarnya menjadi investment bank terbesar nasional saat ini. Nasabah danareksa telah membukukan rekening sebesar 13.970 rekening hingga akhir 2007, dan hingga maret 2010 telah terkumpul sekitar dua puluh ribu rekening yang berhasil dijarah oleh Danareksa. Karena keunggulan dan banyaknya jumlah investor yang dimiliki Danareksa, maka PT. Danareksa dipilih sebagai tempat penelitian yang dianggap cocok untuk mendukung maksud dan tujuan penelitian.

### **1.2 Rumusan Masalah**

1. Indikator-indikator apa yang secara unidimensional, tepat, dan konsisten dapat menjelaskan *Psychological Bias*?
2. Apa penciri utama *Psychological Bias*?

### **1.3 Tujuan Penelitian dan Kegunaan Penelitian**

1. Untuk mengetahui indikator-indikator apa yang secara unidimensional, tepat, dan konsisten dapat menjelaskan *Psychological Bias*?
2. Untuk mengetahui apa penciri utama *Psychological Bias*?

## **Kegunaan Penelitian**

### **Kegunaan akademik**

1. Diharapkan mampu memberikan sumbangan teoretis mengenai konsep *Psychological Bias* dalam menjelaskan irasionalitas dalam perilaku investor sebagai bagian dari ilmu *Behavioral Finance*.
2. Diharapkan mampu menambah solusi alternatif bagi teori *efficient market hypothesis* yang mengedepankan rasionalitas pasar. Penelitian ini mampu memberikan nuansa baru dengan mengetengahkan irasionalitas investor yang dipengaruhi oleh *psychological bias*.

### **Kegunaan praktis**

3. Diharapkan mampu menjadi acuan bagi para pelaku pasar dalam mengenali karakteristik investor khususnya berkenaan dengan *Psychological Bias* yang dimiliki.
4. Melalui penelitian ini, diharapkan para praktisi dan pelaku keuangan bisa meminimalisir *psychological bias* melalui pengenalan jenis-jenis *psychological bias* dan upaya *debiasing*.