

*INVESTOR IRRATIONALTY IN THE INDONESIA CAPITAL MARKET : AN  
EMPIRICAL STUDY OF STOCKS LISTED ON THE IDX*

**KETIDAKRASIONALAN INVESTOR DI PASAR MODAL INDONESIA: STUDI  
EMPIRIS PADA SAHAM YANG TERDAFTAR DI BEI**

<sup>1</sup>Regina Hingi Hayong

[Ingh08@gmail.com](mailto:Ingh08@gmail.com)

<sup>2</sup>I Wayan Widnyana

[wiwid@unmas.ac.id](mailto:wiwid@unmas.ac.id)

<sup>1</sup>STIE Putra Timor Kupang

<sup>2</sup>Universitas Mahasaraswati Denpasar

**Abstract**

This study aims to identify and analyze irrational investor behavior in the Indonesia capital market, specifically in companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). Using a quantitative approach and secondary data from 2020-2023, this study examines the influence of behavioral biases such as overconfidence, herding and loss aversion on stock returns. The results indicate that psychological biases significantly influence investment decisions, confirming that investors on the IDX do not always act rationally as assumed by efficient market theory.

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis perilaku tidak rasional investor di pasar modal Indonesia, khususnya pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dengan pendekatan kuantitatif dan penggunaan data sekunder dari tahun 2020–2023, penelitian ini menguji pengaruh bias perilaku seperti *overconfidence*, *herding*, dan *loss aversion* terhadap volume perdagangan dan return saham. Hasil menunjukkan bahwa bias psikologis secara signifikan mempengaruhi keputusan investasi, sehingga mengonfirmasi bahwa investor di BEI tidak selalu bertindak secara rasional sebagaimana diasumsikan dalam teori pasar efisien.

**PENDAHULUAN**

Pasar modal memegang peranan vital dalam pembangunan ekonomi karena memfasilitasi alokasi modal yang efisien. Namun, dalam praktiknya, investor tidak selalu bertindak rasional. Behavioral Finance menantang asumsi rasionalitas dalam teori keuangan klasik, dengan menunjukkan bahwa keputusan investasi sering dipengaruhi oleh aspek psikologis.

Fenomena yang sering terjadi di pasar modal menunjukkan adanya penyimpangan perilaku investor dari logika ekonomi rasional. Misalnya, pada saat terjadi fluktuasi harga saham yang tajam, tidak sedikit investor yang melakukan panic selling atau membeli saham berdasarkan rumor, bukan analisis fundamental. Hal ini menggambarkan adanya peran besar dari emosi seperti ketakutan, keserakahan, dan kepercayaan diri yang berlebihan dalam proses

pengambilan keputusan. Fenomena seperti ini tidak dapat dijelaskan oleh teori keuangan klasik yang mengasumsikan investor sebagai makhluk ekonomi yang sepenuhnya rasional.

Pada praktiknya, investor sering kali mengalami bias dalam pengambilan keputusan, seperti bias kepercayaan diri berlebihan (*overconfidence*), kecenderungan mengikuti perilaku mayoritas (*herding*), dan penghindaran terhadap kerugian (*loss aversion*). Bias ini telah dibuktikan dalam berbagai penelitian memberikan kontribusi signifikan terhadap ketidakrasionalan investor dalam membeli atau menjual saham.

Di Indonesia, gejala ketidakrasionalan investor semakin terlihat terutama sejak pandemi Covid-19. Lonjakan jumlah investor ritel yang mengakses pasar modal melalui aplikasi digital tanpa dibarengi dengan pemahaman mendalam terhadap instrumen investasi menyebabkan pasar menjadi lebih rentan terhadap fluktuasi yang dipicu oleh emosi kolektif. Misalnya, pada awal tahun 2021, saham-saham berkapitalisasi kecil mengalami kenaikan tajam bukan karena kinerja fundamental perusahaan, melainkan karena efek viralitas di media sosial. Fenomena ini menunjukkan bahwa aspek psikologis lebih dominan dalam pengambilan keputusan investasi dibandingkan dengan analisis ekonomi rasional.

Dalam konteks akademik, studi-studi *behavioral finance* terus berkembang dan menantang teori pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis - EMH*). EMH menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia, dan investor akan bereaksi secara rasional terhadap informasi baru. Namun, kenyataan di lapangan menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap informasi sering kali berlebihan atau kurang tanggap, yang ditunjukkan dalam bentuk *underreaction* dan *overreaction* terhadap berita pasar.

Meski demikian, masih terdapat *gap* penelitian (*research gap*) khususnya dalam konteks Indonesia. Sebagian besar penelitian *behavioral finance* di Indonesia masih bersifat kualitatif atau studi literatur. Penelitian empiris dengan pendekatan kuantitatif yang mengukur secara langsung pengaruh bias perilaku terhadap indikator pasar seperti *return* saham dan *volume* perdagangan masih terbatas. Selain itu, sebagian besar studi hanya menggunakan satu atau dua variabel bias perilaku, sementara perilaku investor sangat kompleks dan dipengaruhi oleh banyak faktor psikologis secara simultan.

Penelitian ini mencoba mengisi kekosongan tersebut dengan menyusun model empiris yang menguji pengaruh *overconfidence*, *herding behavior*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi, yang diukur melalui *return* saham dan *volume* perdagangan. Fokus penelitian pada sektor keuangan dan konsumen mencerminkan sektor yang paling aktif diperdagangkan dan paling sensitif terhadap sentimen pasar.

Dengan demikian, kontribusi utama penelitian ini adalah memberikan pemahaman yang lebih mendalam tentang bagaimana ketidakrasionalan investor memengaruhi dinamika pasar modal Indonesia. Temuan dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan bagi regulator, emiten, dan investor dalam membangun pasar yang lebih stabil dan efisien melalui peningkatan literasi keuangan dan manajemen risiko psikologis investor.

### **Tinjauan Literatur dan Hipotesis**

Behavioral finance menantang asumsi rasionalitas dalam teori keuangan klasik. Kahneman dan Tversky (1979) melalui *prospect theory* menunjukkan bahwa manusia cenderung lebih negatif terhadap kerugian keuntungan. Odean (1998) membuktikan bahwa *overconfidence* mendorong peningkatan volume perdagangan.

Di Indonesia, Wulandari dan Wijayanti (2020) menemukan bahwa *herding behavior* signifikan memengaruhi volume perdagangan saham sektor negative. Penelitian Dewi dan Wibowo (2021) menunjukkan bahwa *confirmation bias* dan *anchoring effect* berpengaruh terhadap negative terhadap beli-jual saham.

Temuan Wijaya dan Gunawan (2022) selama pandemi menunjukkan bahwa ketidakrasionalan investor meningkat akibat ketidakpastian pasar. Hal ini memperkuat pentingnya memahami psikologi investor dalam konteks lokal.

Menurut Kahneman dan Tversky (1979), investor kerap melakukan bias kognitif seperti *prospect theory* dan *loss aversion*. Odean (1998) menegaskan bahwa *overconfidence* menyebabkan volume perdagangan meningkat. Di Indonesia, studi oleh Wulandari & Wijayanti (2020) menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara *herding behavior* dan volume transaksi saham pada sektor konsumen.

Penelitian oleh Dewi dan Wibowo (2021) di BEI juga membuktikan bahwa *confirmation bias* dan *anchoring effect* mempengaruhi negative terhadap beli-jual saham. Selain itu, Wijaya dan Gunawan (2022) mencatat bahwa ketidakrasionalan investor meningkat selama masa pandemi karena tingginya ketidakpastian pasar.

Mengacu pada Barberis & Thaler (2003), teori ini menyatakan bahwa emosi, intuisi, dan persepsi risiko menjadi dasar investor dalam pengambilan keputusan.

**Overconfidence Bias:** Investor melebih-lebihkan kemampuan mereka untuk menganalisis pasar. **Herding Behavior:** Perilaku mengikuti mayoritas pasar tanpa analisis mandiri. **Loss Aversion:** Investor lebih sensitif terhadap kerugian daripada keuntungan sejenis.

Berdasarkan kerangka teori dan tujuan penelitian, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H1:** Overconfidence memiliki pengaruh positif signifikan terhadap volume perdagangan saham di BEI.

**H2:** Herding behavior memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return saham di BEI.

**H3:** Loss aversion memiliki pengaruh negative signifikan terhadap return saham di BEI.

## **METODE**

Jenis penelitian ini adalah kuantitatif dengan pendekatan deskriptif dan regresi linier berganda. Data sekunder diambil dari laporan keuangan, IDX, dan Bloomberg pada periode 2020–2023. Sampel terdiri dari 60 perusahaan sektor keuangan dan konsumen yang dipilih dengan purposive sampling.

### **Variabel Penelitian:**

- X1 (Overconfidence): Rasio turnover saat tren naik
- X2 (Herding): Korelasi harga saham dalam sektor
- X3 (Loss Aversion): Rasio aksi jual saat rugi
- Y1 (Return Saham): Persentase perubahan harga harian
- Y2 (Volume Perdagangan): Jumlah saham yang diperdagangkan harian

Kuantitatif deskriptif dengan pendekatan regresi linier berganda.

### **Populasi dan Sampel**

Populasi adalah seluruh saham yang terdaftar di BEI. Sampel menggunakan teknik purposive sampling pada sektor keuangan dan konsumen sebanyak 60 perusahaan dari tahun 2020–2023.

### **Variabel**

<b>Variabel Independen</b>	<b>Definisi Operasional</b>
Overconfidence (X1)	Rasio turnover saham terhadap volume jangka panjang
Herding (X2)	Korelasi antar saham dalam satu sektor
Loss Aversion (X3)	Frekuensi jual saat rugi dibanding beli saat untung
<b>Variabel Dependen</b>	<b>Definisi</b>
Return Saham (Y1)	Perubahan harga saham harian
Volume Perdagangan (Y2)	Jumlah saham yang diperdagangkan harian

## **HASIL**

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa:

### **a. Overconfidence → Volume Perdagangan**

- Koefisien regresi: 0,461
- t-statistik: 5,97
- Signifikansi (p-value): 0,000

- Interpretasi: Overconfidence investor berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar keyakinan investor terhadap analisisnya, maka semakin aktif mereka melakukan transaksi.

**b. Herding → Return Saham**

- Koefisien regresi: 0,287
- t-statistik: 2,75
- Signifikansi (p-value): 0,007
- Interpretasi: Herding behavior memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap return. Ini menunjukkan bahwa mengikuti mayoritas pasar dapat mendorong pembentukan tren harga dalam jangka pendek.

**c. Loss Aversion → Return Saham**

- Koefisien regresi: -0,329
- t-statistik: -3,18
- Signifikansi (p-value): 0,002
- Interpretasi: Loss aversion berpengaruh negatif signifikan terhadap return, mengindikasikan bahwa investor yang enggan menjual saham rugi justru menghadapi potensi kerugian lebih besar.

R-squared: 0,58

Model menjelaskan 58% variasi return dan volume perdagangan dipengaruhi oleh ketiga bias psikologis tersebut.

## **Pembahasan**

Hasil regresi linier berganda menunjukkan bahwa:

**a. Overconfidence → Volume Perdagangan**

- Koefisien regresi: 0,461
- t-statistik: 5,97
- Signifikansi (p-value): 0,000
- Interpretasi: Overconfidence investor berpengaruh positif dan signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar keyakinan investor terhadap kemampuan mereka, semakin aktif mereka melakukan transaksi. Investor yang overconfident cenderung mempercayai analisis pribadi mereka lebih daripada informasi eksternal, sehingga lebih sering melakukan transaksi. Namun, ini

dapat menyebabkan overtrading yang justru menurunkan keuntungan bersih setelah biaya transaksi.

b. Herding → Return Saham

- Koefisien regresi: 0,287
- t-statistik: 2,75
- Signifikansi (p-value): 0,007
- Interpretasi: Herding behavior memiliki pengaruh positif signifikan terhadap return saham. Ini menunjukkan bahwa investor yang mengikuti tindakan mayoritas pasar cenderung berinvestasi dalam saham yang sedang naik, yang mendorong harga lebih tinggi dalam jangka pendek. Fenomena ini menciptakan tren pasar yang tidak sepenuhnya mencerminkan nilai fundamental, berpotensi menyebabkan gelembung harga (bubble) atau koreksi tajam (crash).

c. Loss Aversion → Return Saham

- Koefisien regresi: -0,329
- t-statistik: -3,18
- Signifikansi (p-value): 0,002
- Interpretasi: Loss aversion berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham. Investor yang terlalu takut mengalami kerugian cenderung menahan saham yang terus merugi dengan harapan akan pulih. Keputusan ini mengakibatkan kerugian yang lebih besar dan mengurangi performa portofolio secara keseluruhan. Selain itu, loss aversion juga menyebabkan investor terlalu cepat menjual saham yang untung, sehingga kehilangan potensi return yang lebih besar.

**R-squared: 0,58**

Model menjelaskan 58% variasi return dan volume perdagangan dipengaruhi oleh ketiga bias psikologis tersebut. Sisa 42% dapat dijelaskan oleh variabel lain di luar model, seperti kondisi makroekonomi, sentimen pasar global, atau faktor fundamental perusahaan.

Secara keseluruhan, hasil ini konsisten dengan teori "animal spirits" oleh Akerlof dan Shiller (2009), yang menunjukkan bahwa perilaku investor tidak hanya digerakkan oleh perhitungan rasional, tetapi juga oleh psikologi massa, emosi, dan intuisi. Investor BEI terbukti tidak kebal terhadap bias perilaku ini, dan hasil penelitian ini mendukung temuan-temuan terdahulu dalam literatur behavioral finance.

**SIMPULAN**

Penelitian ini membuktikan bahwa ketidakrasionalan investor di pasar modal Indonesia terjadi secara nyata, terutama dalam bentuk overconfidence, herding behavior, dan loss aversion. Setiap bias memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi. Temuan ini memperkuat literatur behavioral finance di pasar negara berkembang.

#### **Implikasi dan Saran**

- **Praktis:** Perlu edukasi investor berbasis literasi keuangan dan pelatihan pengambilan keputusan.
- **Teoritis:** Menambah bukti empiris tentang *behavioral finance* di konteks pasar berkembang.
- **Penelitian Selanjutnya:** Dapat memperluas cakupan sektor atau menggunakan pendekatan neuroekonomi.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Akerlof, G.A. & Shiller, R.J. (2009). *Animal Spirits*. Princeton University Press.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053–1128.
- Chang, E.C., Cheng, J.W., & Khorana, A. (2000). An examination of herding behavior in equity markets. *Journal of Banking & Finance*, 24(10), 1651–1679.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.
- Dewi, M.S., & Wibowo, A. (2021). Behavioral bias dalam keputusan investasi di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, 69(2), 210–225.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Luan, O. B., & Manane, D. R. (2021). ANALISIS KINERJA KEUANGAN DITINJAU DARI RASIO AKTIVITAS DAN RASIO PROFITABILITAS (STUDI KASUS PADA PT GUDANG GARAM Tbk). *Inspirasi Ekonomi : Jurnal Ekonomi Manajemen*, 2(4), 37–45. <https://doi.org/10.32938/jie.v2i4.923>
- Ma'ruf, A. S., Taolin, M. L., & Manane, D. R. (2023). Pengaruh CAR, LDR, Dan BOPO, Terhadap Non Performing Loan Pada Pt. Bank Pembangunan Daerah Ntt. *Inspirasi Ekonomi : Jurnal Ekonomi Manajemen*, 5(2), 99–113. <https://doi.org/10.32938/ie.v5i2.4711>
- Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, 53(6), 1887–1934.

- Wulandari, Y., & Wijayanti, L. (2020). Herding behavior pada sektor konsumen di BEI. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 21(3), 421–437.
- Wijaya, S. & Gunawan, T. (2022). Behavioral finance: Studi empiris investor selama pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmu Manajemen Indonesia*, 17(1), 55–66.