

OVERCONFIDENT BEHAVIOR IN A SECURITY MARKET, THE IMPLICATION OF SELF DECEPTIVE BEHAVIOR IN PRICE DISCOVERY PROCESSES – A MARKET EXPERIMENT¹

Mahatma Kufepaksi

Fakultas Ekonomi Universitas Lampung
(mahapaksi@yahoo.com)

ABSTRACTS

People may suffer from overconfidence in their daily activities. According to psychological research, less informed individuals may suffer from overconfidence. Empirical research shows that investors suffer from transaction losses due to overconfidence. This current research is an experimental research project that addresses these issues. According to the research design, all investors are classified into three groups based on their scores of overconfidence, namely the less informed investors, the rational (average) investors, and the more informed investors. In order to observe the responses of the groups of investors when they receive valuable information, the research employs four different types of treatments consisting of the condition of no market information, the provision of guidance of security prediction, the good news and the bad news.

The research demonstrates that the less informed investors are inclined to assess the precision of their knowledge and information excessively so that they produce a higher mean of prediction and price errors than those of the more informed investors in all experimental market sessions, except in the market session of good news. The phenomenon indicates that less informed investors conduct a self deceptive behavior. The result of the research also shows that although the less informed investors have higher mean of prediction or price errors, they have a chance to gain profit as long as they are able to deliver the predicted value of the security accurately which is closer to the market price that reflects the expected price of the majority of the market players.

Keywords: *Overconfidence, self-deception, price (prediction) error; transaction losses*

PENDAHULUAN

Bukti penelitian psikologi menunjukkan bahwa ketika orang dihadapkan pada perma-

salahan sulit yang penuh ketidakpastian maka mereka cenderung menjadi *overconfident* sehingga menghasilkan kesalahan yang lebih besar dibanding ketika menghadapi masalah yang lebih mudah (Fischhoff *et al.*, 1977; Lichtenstein *et al.*, 1982; Quattronne, 1982; Klayman dan Ha, 1987). Perdagangan saham di pasar modal juga merupakan kegiatan yang mengandung ketidakpastian yang cukup tinggi sehingga berpotensi menciptakan perilaku *overconfident*. Bukti penelitian empiris

¹ Paper ini adalah salah satu paper peraih penghargaan pada ajang Best Paper Award JEBI 2008. Beberapa paper peraih penghargaan telah dipresentasikan pada Seminar Best Paper Award JEBI 2008 yang diadakan pada Jumat 28 Maret 2008 bertempat di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

menunjukkan bahwa ketika investor berperilaku *overconfident*, investor cenderung mengirimkan nilai prediksi harga saham yang relatif tinggi sehingga jauh menyimpang dari nilai fundamentalnya, yang membawa implikasi pada timbulnya kesalahan prediksi yang tinggi. Kegagalan untuk meneken kesalahan prediksi telah menempatkan investor dalam posisi yang merugi (Odean 1999; Barber dan Odean 2000; Raghbir dan Das, 1999). Perilaku *overconfident* yang memicu peningkatan kesalahan prediksi telah terbukti memberi kontribusi yang signifikan pada kegagalan investor dalam memperoleh keuntungan di pasar modal, meskipun bukti empiris lain menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* tidak selalu berakhir dengan kerugian (DeLong *et al.*, 1990, 1991; Hirshleifer dan Luo, 2001; Gervais dan Odean, 2001).

Fenomena *overconfidence* adalah kecenderungan pengambil keputusan tanpa disadari untuk memberi bobot penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki serta mengabaikan informasi publik yang tersedia (Lichtenstein dan Fischhoff, 1977, Taylor dan Brown, 1988; Russo dan Schoemaker, 1992). Perilaku *overconfident* merupakan salah satu cerminan dari perilaku manusia yang tidak rasional. Pada dasarnya setiap manusia memiliki kemampuan kognitif yang terbatas, meskipun keterbatasan pengetahuan ini bervariasi satu sama lainnya. Perbedaan pengetahuan ini disebabkan oleh perbedaan kemampuan dalam mengakses informasi. Di samping itu, setiap manusia juga memiliki tingkat keyakinan yang berbeda dalam memprediksi terjadinya suatu peristiwa yang tidak pasti. Kombinasi variasi pengetahuan dan tingkat keyakinan akan menentukan tingkat *overconfidence* seseorang, yang berbeda satu sama lainnya (Klayman *et al.*, 1999).

Perbedaan tingkat *overconfidence* akan menyebabkan timbulnya perbedaan dalam

menginterpretasi dan mengolah informasi sehingga menghasilkan kinerja prediksi yang berbeda pula (Kahneman dan Tversky, 1973, 2001; Lord *et al.*, 1979; Griffin dan Tversky, 1992). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Lichtenstein *et al.* (1982), Fischhoff *et al.* (1977) dan Lichtenstein dan Fischhoff (1977) menunjukkan bahwa orang yang *overconfident* sebenarnya merupakan orang yang kurang memiliki pengetahuan yang memadai sehingga prediksinya tidak atau kurang akurat. Lebih lanjut, Kruger dan Dunning (2002) menunjukkan bahwa semakin rendah tingkat pengetahuan seseorang, semakin besar juga tendensinya untuk berperilaku *overconfident*. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Burson *et al.* (2006) dan Moore dan Cain (2007).

Dalam perdagangan saham, investor yang berperilaku *overconfident* secara tidak sadar memberi bobot yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan informasi yang dimiliki sehingga cenderung menentukan nilai prediksi terlalu tinggi menjauhi harga saham yang sebenarnya (harga fundamentalnya). Nilai prediksi yang terlalu tinggi menciptakan transaksi perdagangan yang merugikan karena investor membeli saham dengan harga yang lebih mahal dibandingkan harga fundamentalnya atau menjual saham dengan harga yang lebih rendah (murah) dibandingkan dengan harga saham yang sebenarnya atau harga fundamentalnya (Odean, 1998; Barber dan Odean 1999). Fenomena ini menunjukkan bahwa mereka yang berperilaku *overconfident* pada hakekatnya telah melakukan perilaku penipuan diri (*self deception*) karena ketepatan pengetahuan dan informasi yang dipersepsikan tidak sesuai dengan kenyataan yang sebenarnya.

Sebagai makhluk yang biasa melakukan penyesuaian diri terhadap lingkungannya, manusia akan berusaha mengurangi kesalahan sehingga dapat mengurangi kerugian dengan melakukan koreksi terhadap keyakinannya setelah menerima umpan balik (*feed back*).

Bukti penelitian psikologi menunjukkan bahwa pemberian umpan balik mampu menurunkan tingkat *overconfidence* sehingga dapat mengurangi kemungkinan timbulnya kesalahan (Fischhoff *et al.*, 1977; Lichtenstein dan Fischhoff, 1980). Meskipun demikian, bukti penelitian empiris di pasar modal menunjukkan bahwa pemberian umpan balik masih belum memberikan hasil yang konklusif. Pemberian panduan prediksi harga saham mampu menurunkan tingkat keyakinan investor sehingga mampu meningkatkan akurasi prediksi yang bervariasi bagi investor (Larrick *et al.*, 1990; Bloomfield *et al.*, 1999). Sebaliknya, Kagel dan Levin (1986) menemukan bahwa pemberian *feedback* berupa pelatihan justru meningkatkan tingkat *overconfidence* sehingga investor cenderung meningkatkan harga pembelian saham yang akhirnya menyebabkan kerugian karena investor membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dari harga fundamentalnya.

1. Perumusan Masalah

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

1. Apakah perilaku *overconfident* mempengaruhi investor dalam menentukan atau memprediksi harga saham?
2. Apakah perilaku *overconfident* mempengaruhi investor dalam mengkoreksi harga saham setelah memperoleh umpan balik (*feed back*)?
3. Apakah perilaku *overconfident* mempengaruhi investor dalam mengkoreksi harga saham setelah memperoleh informasi baru?

Penelitian ini menggunakan Teori Penipuan Diri (*Self Deception Theory*) yang dikembangkan oleh Trivers (2004) untuk menjelaskan perilaku *overconfident* dalam menentukan prediksi dan mengkoreksi harga saham. Teori ini memprediksi bahwa jika

seseorang secara tidak sadar mempersepsikan dirinya memiliki kemampuan di atas rata-rata dan kemudian pola pikirnya mengarahkan dan mengelola persepsinya sedemikian rupa sehingga cenderung mencari informasi yang mendukung perilakunya dan mengabaikan informasi yang bertentangan dengan perilakunya maka dia akan terperangkap pada pembentukan keyakinan yang keliru (*false belief*) yang selanjutnya akan mengarah kepada pembentukan perilaku *overconfident* yang memiliki implikasi “penipuan diri” atau “*self deception*.” Menurut Trivers (2004), perilaku *overconfident* timbul karena pada umumnya manusia tidak dapat mengontrol kemampuan yang sebenarnya secara sempurna sehingga setiap individu selalu berpikir bahwa mereka lebih baik (lebih pandai, lebih kuat) dibandingkan dengan keadaan mereka yang sebenarnya. Dengan demikian, orang cenderung berpretensi mengetahui segala sesuatu yang ada dalam lingkungannya, walaupun kenyataannya adalah hal yang sebaliknya.

2. Tujuan Penelitian

Tujuan umum yang ingin dicapai dalam penelitian eksperimental ini adalah untuk menguji peran perilaku *overconfident* dalam menentukan dan mengkoreksi harga saham sebagai fenomena yang diprediksi oleh *Self Deception Theory*. Tujuan khusus yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah menguji:

1. Perbedaan rata-rata kesalahan prediksi antara investor *overconfident* yang kurang memiliki pengetahuan (IKP) dan yang memiliki pengetahuan lebih tinggi (ILP) ketika mereka tidak memperoleh informasi pasar.²
2. Perbedaan rata-rata kesalahan harga antara investor *overconfident* yang kurang

² Kesalahan prediksi merupakan penyimpangan harga prediksi dari harga fundamentalnya di sesi perdagangan pra-pembukaan. Penyimpangan harga prediksi dari harga fundamentalnya di sesi perdagangan utama dikenal sebagai kesalahan harga.

memiliki pengetahuan (IKP) dan yang memiliki pengetahuan lebih tinggi (ILP) baik sebelum maupun sesudah memperoleh umpan balik

3. Perbedaan rata-rata kesalahan harga antara investor *overconfident* yang kurang memiliki pengetahuan (IKP) dan yang memiliki pengetahuan lebih tinggi (ILP) baik sebelum maupun sesudah menerima informasi baru.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Masalah pokok yang dihadapi pengambil keputusan dalam situasi yang penuh ketidakpastian adalah membuat prediksi yang didasarkan pada pengambilan kesimpulan terhadap bukti-bukti yang saling kontradiktif (Hogart, 1994). Pengambil keputusan seringkali dihadapkan pada suatu masalah yang kompleks dan lingkungan yang probabilistik sehingga mereka sulit mengambil keputusan yang tepat sasaran. Dalam menghadapi situasi yang probabilistik dan tidak pasti, orang cenderung mengambil keputusan berdasarkan tingkat keyakinannya. Menurut Winkler dan Murphy (1968), tingkat keyakinan merupakan besarnya probabilitas yang mencerminkan penilaian seseorang dalam mengekspresikan kebenaran penilaiannya. Penentuan besaran nilai probabilitas ini ditentukan oleh tingkat pengetahuan seseorang. Hal ini mengandung implikasi bahwa semakin tinggi tingkat pengetahuan, orang cenderung mengurangi tingkat keyakinan terhadap kebenaran penilaiannya. Sebaliknya, semakin rendah tingkat pengetahuan, orang cenderung meningkatkan probabilitas kebenaran penilaiannya sehingga akan membentuk perilaku *overconfident*.

Menurut Klayman *et al.* (1999), kombinasi tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan seseorang akan menentukan atau membentuk tingkat *overconfidencenya*. Oleh karena itu, tingkat *overconfidence* seseorang akan sangat menentukan perilakunya. Hal ini

membawa implikasi bahwa perbedaan tingkat *overconfidence* akan menyebabkan perbedaan dalam menginterpretasi dan memproses informasi sehingga menghasilkan keputusan atau prediksi yang berbeda antara orang yang satu dengan orang lainnya, meskipun masing-masing memperoleh informasi dari sumber yang sama. Perbedaan dalam pengambilan keputusan akan menyebabkan perbedaan hasil keputusan. Oleh karena itu, riset psikologi menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* cenderung menghasilkan keputusan yang bias dan merugikan karena orang memberi penilaian yang berlebihan terhadap ketepatan pengetahuan dan informasi yang dimilikinya melebihi kenyataan yang sebenarnya sehingga orang terjebak untuk sering melakukan kesalahan yang tidak perlu (Fischhoff *et al.*, 1977; Lichtenstein dan Fischhoff, 1980). Dengan demikian, orang yang berperilaku *overconfident* pada dasarnya telah melakukan perilaku penipuan diri.

Kahneman dan Tversky (1973) menunjukkan adanya kecenderungan orang untuk menentukan prediksi intuitif dengan mengaitkan distribusi informasi impresif dengan *predictability*. Berkaitan dengan prediksi intuitif ini, lebih jauh Kahneman dan Tversky (1973) menyatakan bahwa ketika memperoleh sinyal informasi yang menggembirakan, seorang yang *overconfident* akan mempersepsikan diri memiliki tingkat pengetahuan yang tinggi sehingga menilai informasi tersebut sebagai informasi yang pasti terjadi (*perfect predictability*). Oleh karena itu, dia cenderung menentukan nilai prediksi yang menggembirakan tersebut di atas prediksi rata-rata. Sebaliknya, ketika memperoleh sinyal informasi yang menggembirakan, seorang yang lebih rasional akan menilai informasi tersebut sebagai informasi yang tidak pasti (*intermediate predictability*) sehingga dia cenderung menentukan nilai prediksi yang lebih rendah yaitu di antara prediksi menggembirakan dan prediksi rata-rata.

Kahneman dan Tversky (1973) selanjutnya menyatakan bahwa ketika memperoleh sinyal informasi yang menyedihkan, seorang yang *overconfident* akan mempersepsikan diri memiliki tingkat pengetahuan yang tinggi sehingga menilai informasi tersebut sebagai informasi yang pasti akan terjadi (*perfect predictability*). Oleh karena itu, dia cenderung menentukan nilai prediksi yang menyedihkan tersebut di bawah prediksi rata-rata. Sebaliknya, ketika memperoleh sinyal informasi yang menyedihkan, seseorang yang lebih rasional akan menilai bahwa informasi tersebut bersifat tidak pasti (*intermediate predictability*) sehingga dia cenderung menentukan nilai prediksi yang lebih tinggi yaitu di antara prediksi rata-rata dan prediksi menyedihkan.

Beberapa peneliti telah mengelaborasi perilaku *overconfident* di pasar modal. Barber dan Odean (1999) memfokuskan penelitian pada kesalahan yang dilakukan oleh investor *overconfident* dalam pasar saham. Kesalahan yang umum dilakukan oleh investor *overconfident* adalah mereka cenderung melakukan transaksi perdagangan secara berlebihan. Di samping itu, hasil temuan mereka menunjukkan bahwa investor *overconfident* cenderung menjual saham yang baik kinerjanya (*the winner*) dan menahan saham yang kurang baik kinerjanya (*the loser*) sehingga menyebabkan kerugian. Peneliti lain menemukan bahwa perilaku *overconfident* nampak ketika investor akan memprediksi harga saham di sesi Pra-Pembukaan karena tingkat ketidakpastian di sesi tersebut relatif tinggi sehubungan dengan tidak tersedianya informasi pasar yang memadai bagi investor untuk menentukan prediksi harga saham (Kirchler dan Maciejovsky, 2002; Friedman, 1993).

Penelitian tentang perilaku *overconfident* tidak hanya dijumpai pada disiplin ilmu psikologi dan ilmu keuangan, tetapi juga dijumpai pada disiplin ilmu lain. Camerer dan Lovo (1999) mengelaborasi perilaku *overconfident* dalam disiplin ilmu kewirausahaan. Oskamp (1965), Wagenaar dan Karen (1986)

mengelaborasi perilaku *overconfident* pada disiplin ilmu hukum. Penelitian perilaku *overconfident* juga dijumpai pada disiplin ilmu kedokteran (Christensen *et al.*, 1981), ilmu pemasaran (Alba dan Hutchinson, 2000), dan ilmu teknologi (Kidd, 1970).³

2.1. Eksperimen 1

Eksperimen 1 dilakukan untuk menguji tingkat kesalahan prediksi investor ketika pasar tidak menyediakan informasi. Dalam situasi yang tidak pasti seperti pada periode Pra-Pembukaan, ILP, yang pada umumnya memiliki tingkat pengetahuan yang relatif tinggi, akan menyadari bahwa mereka memiliki kemampuan dan pengetahuan terbatas sehingga cenderung bertindak lebih berhati-hati dalam melakukan prediksi. Perilaku ini cenderung menghasilkan kesalahan prediksi yang relatif rendah. Sebaliknya, IKP cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan, akurasi informasi yang dimiliki sehingga mereka cenderung menurunkan tingkat kesulitan permasalahan yang dihadapi. Perilaku ini cenderung menghasilkan kesalahan prediksi yang relatif tinggi. Fenomena ini menunjukkan bahwa IKP telah melakukan penipuan diri karena kemampuan yang dipersepsikan tidak sesuai dengan yang sebenarnya.

H₁: IKP memiliki rata-rata kesalahan prediksi saham yang lebih tinggi dibanding ILP di sesi Pra-Pembukaan.

2.2. Eksperimen 2

Eksperimen 2 dilakukan untuk menguji tingkat kesalahan harga investor ketika menerima umpan balik (*feedback*). Pemberian *feedback* berupa panduan prediksi harga saham diharapkan akan menambah keahlian dasar IKP dan ILP sedemikian rupa sehingga dapat menurunkan tingkat *overconfidence*. Dengan turunnya tingkat *overconfidence*,

³ Diskusi lebih lanjut dapat dilihat di Lichtenstein *et al.*, 1982

mereka dapat menghasilkan prediksi dengan tingkat kesalahan harga yang lebih rendah. Karena IKP kurang memiliki pengetahuan yang memadai maka pemberian umpan balik akan menimbulkan penurunan rata-rata kesalahan harga dalam proporsi yang lebih tinggi dibanding ILP.

H_{2a}: IKP tetap memiliki rata-rata kesalahan harga saham yang lebih tinggi dibanding ILP ketika kedua kelompok investor memperoleh panduan prediksi harga saham.

H_{2b}: Panduan prediksi harga saham menurunkan rata-rata kesalahan harga saham dalam proporsi yang lebih tinggi pada IKP dibanding ILP.

2. 3. Eksperimen 3

Eksperimen 3 dilakukan untuk menguji tingkat kesalahan harga investor ketika menerima sinyal berita bagus dan berita buruk. Mengacu Kahneman dan Tversky (1973), ketika memperoleh berita bagus dan berita buruk, IKP akan menghasilkan kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan ILP.

H₃: Berita bagus mengakibatkan rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibanding ILP.

H₄: Berita buruk mengakibatkan rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibanding ILP.

METODE PENELITIAN

1. Desain Eksperimen

Penelitian ini merupakan penelitian eksperimen kuasi dengan *two group pretest-post test design* (Isaac dan Michael, 1985). Desain penelitian ini merupakan desain campuran 4x2 yaitu campuran antara *between* dan *within subject design*. *Between subject design* membandingkan pengaruh perlakuan atau *treatment* yang sama pada subyek yang berbeda. Secara spesifik, *between subject*

design akan membandingkan rata-rata kesalahan prediksi (harga) saham antara dua kelompok investor yang berbeda tingkat *overconfidencenya* yaitu IKP dan ILP setelah mendapat perlakuan yang sama. *Within subject design* membandingkan pengaruh perlakuan atau *treatment* yang berbeda pada subyek yang sama dengan menggunakan *repeated measure design*. Melalui *repeated measurement* ini, subyek atau partisipan yang sama akan diberi perlakuan yang berbeda secara berulang.

2. Sampel Partisipan

Sampel penelitian ini adalah mahasiswa program MM dan MSi UGM jurusan manajemen dan akuntansi yang sedang atau sudah mengambil mata kuliah Manajemen Keuangan Lanjutan, Teori Portfolio dan Seminar Manajemen Keuangan, Manajemen Keuangan Internasional dan tidak memiliki pengalaman bermain saham. Ukuran sampel ditentukan sebanyak 30 orang yang dikelompokkan ke dalam tiga kategori berdasarkan tingkat *overconfidencenya* yaitu IKP, ILP dan kelompok moderat, mengacu pada teknik *matching* (Kerlinger dan Lee, 2000). Teknik *matching* untuk mengelompokkan sampel berdasarkan kesamaan tingkat *overconfidence* dilakukan dengan menggunakan uji kalibrasi tingkat keyakinan, mengacu pada Klayman *et al.* (1999) dengan beberapa modifikasi, menyesuaikan dengan keadaan di Indonesia.

Uji kalibrasi tingkat keyakinan adalah suatu prosedur untuk mengetahui dan menguji kombinasi tingkat pengetahuan dan tingkat keyakinan dalam membentuk tingkat *overconfidence* seseorang berdasarkan kuisisioner tertentu yang didesain khusus untuk maksud tersebut. Dalam uji kalibrasi tingkat keyakinan ini, masing-masing responden diminta untuk menjawab dan mengisi 3 dari 5 pertanyaan secara random pada setiap kelompok pertanyaan yang disusun berdasarkan urutan tingkat kesulitannya yaitu dari kelompok pertanyaan yang mudah ke kelompok perta-

nyaan yang relatif lebih sulit.⁴ Kuesioner ini terdiri dari 5 kelompok pertanyaan sehingga masing-masing responden akan memilih dan menjawab 15 dari 25 pertanyaan secara random. Uji kalibrasi tingkat keyakinan dilakukan melalui program komputer yang didesain khusus untuk keperluan tersebut. Setiap responden harus menjawab pertanyaan dengan memilih satu di antara dua jawaban yang tersedia dan selanjutnya menentukan tingkat keyakinan terhadap jawaban benarnya itu dalam kisaran 50% -100% sehingga dapat ditentukan nilai *overconfidence* per kelompok pertanyaan dengan formula rata-rata tingkat keyakinan dikurangi rata-rata proporsi jawaban benar. Selanjutnya, rata-rata nilai *overconfidence* dapat ditentukan yaitu sebesar nilai atau *score* rata-rata *overconfidence* per kelompok pertanyaan. Seseorang masuk dalam kategori *overconfident* atau tidak ditentukan oleh besarnya rata-rata nilai *overconfidence*. Bila nilainya negatif maka responden yang bersangkutan diklasifikasikan sebagai responden yang memiliki karakter *underconfident* dan bila nilainya positif maka diklasifikasikan sebagai responden berkarakter *overconfident*.

Berdasarkan uji kalibrasi tingkat keyakinan diperoleh 30 orang responden yang memiliki nilai *overconfidence* positif. Mereka yang memiliki nilai *overconfidence* negatif tidak dapat menjadi sampel dalam penelitian ini. Ketigapuluh responden yang mengikuti penelitian eksperimen ini kemudian dikelompokkan dalam tiga kategori sebagai berikut:

- a. Sepuluh orang responden dengan nilai *overconfidence* tertinggi dikelompokkan sebagai kelompok yang merepresentasikan

investor yang kurang memiliki pengetahuan, tetapi memiliki tingkat keyakinan tinggi (IKP).

- b. Sepuluh orang responden dengan nilai *overconfidence* terendah, merepresentasikan kelompok investor yang memiliki lebih banyak pengetahuan, tetapi memiliki tingkat keyakinan rendah (ILP).
- c. Sepuluh orang responden yang berada di antara keduanya yang memiliki tingkat pengetahuan dan keyakinan moderat (kelompok moderat atau rata-rata).

Ketiga kelompok responden ini selanjutnya akan berinteraksi dalam perdagangan saham. Untuk memaksimalkan perbedaan maka akan dibandingkan perbedaan rata-rata kesalahan prediksi (harga) antara IKP dan ILP.

3. Sampel Saham

Penelitian ini menggunakan 36 jenis saham perusahaan manufaktur yang sudah *go public* yang dipilih secara acak yang diperdagangkan dalam 9 sesi perdagangan yang dilakukan dalam 12 putaran perdagangan. Untuk menjaga agar investor tidak capai dan bosan serta mengurangi efek belajar maka desain penelitian ini menampilkan nama saham dalam bentuk kode (bukan nama saham yang sebenarnya). Dengan demikian, partisipan dapat lebih menitik beratkan perhatian pada tingkat keyakinannya terhadap informasi pergerakan harga saham dan informasi keuangan lainnya dalam menentukan prediksi harga saham tanpa “diganggu” oleh nama atau reputasi perusahaan.

4. Perlakuan (*Treatment*)

Penelitian ini dilakukan dengan mengimplementasikan empat jenis perlakuan yang berbeda, dengan tujuan untuk mengamati dan mendeteksi pengaruh masing-masing perlakuan terhadap kesalahan prediksi atau harga. Perlakuan ini berkaitan dengan berbagai jenis informasi yang memasuki pasar yang mungkin mempengaruhi investor dalam menentukan

⁴ Penilaian mudah dan sulitnya pertanyaan dilakukan melalui beberapa kali pengujian kuesioner dengan menggunakan metode ranking. Uji kuesioner dilakukan dalam rangkaian pelaksanaan *pilot project* ke responden yang bukan menjadi target penelitian. Seseorang akan menjadi lebih *overconfident* ketika menghadapi situasi yang lebih sulit dan tidak pasti (Lichtenstein dan Baruch, 1977; Fischhoff *et al.*, 1977; Klayman *et al.*, 1999)

prediksi harga saham yang terdiri dari kondisi pasar tanpa informasi, penyampaian panduan prediksi harga saham dan penyampaian sinyal berita bagus dan berita buruk. Dalam penelitian eksperimen ini, panduan prediksi harga saham diberikan kepada partisipan berupa informasi tentang faktor-faktor penentu harga saham fundamental yaitu *Rate of Return On Equity (ROE)*, tingkat pertumbuhan *ROE*, *Book Value/Share* mengacu pada Bernard (1994). Disamping itu, jenis informasi yang dikategorikan sebagai berita bagus diperoleh dengan mengacu pada beberapa hasil penelitian sebelumnya yaitu peristiwa pembelian kembali saham, rekomendasi beli dari analis saham (Daniel *et al.*, 1998), pemberian bonus kepada manajer (Teoh *et al.*, 1998), situasi politik dan ekonomi (Stickel, 1995). Informasi yang dikategorikan sebagai berita buruk adalah emisi saham baru, rekomendasi jual dari analis saham (Daniel *et al.*, 1998), kegagalan menghindari pajak (Teoh *et al.*, 1998) dan peningkatan suku bunga pinjaman (Stickel, 1995).

5. Pengukuran Variabel

Hubungan kausal dalam penelitian ini adalah bahwa perilaku *overconfident* mempengaruhi kesalahan prediksi. Oleh karena itu, variabel dependen dalam penelitian ini adalah kesalahan prediksi harga saham. Di sesi Pra-Pembukaan, kesalahan prediksi diukur oleh besarnya penyimpangan harga prediksi dari harga fundamentalnya yang dinyatakan dalam bentuk rasio (Bloomfield *et al.*, 1999). Di sesi Perdagangan Utama, kesalahan prediksi diberi label kesalahan harga, diukur oleh penyimpangan *bid/ask price* dari harga fundamental, dinyatakan dalam bentuk rasio.

a. Kesalahan prediksi =

$$\frac{(\text{Harga prediksi saham} - \text{Harga fundamental saham})}{\text{Harga fundamental saham}}$$

b. Kesalahan harga =

$$\frac{\text{Bid/ask price} - \text{Harga fundamental saham}}{\text{Harga fundamental saham}}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah perilaku *overconfident* yang diukur oleh besarnya nilai *overconfidence*, yang diperoleh melalui uji kalibrasi keyakinan, mengacu pada Klayman *et al.* (1999). Nilai atau tingkat *overconfidence* ini memiliki dua level yaitu tingkat *overconfidence* tinggi yang direpresentasikan oleh perilaku IKP dan tingkat *overconfidence* rendah yang direpresentasikan oleh perilaku ILP.

6. Pengukuran Rugi Laba Perdagangan Saham

Tingkat akurasi harga pasar saham akan menentukan rugi laba perdagangan saham. Menurut Bloomfield *et al.* (1999), rugi laba perdagangan saham diukur oleh besarnya penyimpangan harga pasar yang terbentuk dari harga fundamentalnya yang dinyatakan dalam rasio. Oleh karena itu, rugi laba perdagangan saham = (harga pasar yang terbentuk - harga fundamental) / harga fundamental. Laba rugi dalam setiap putaran perdagangan dapat diperoleh melalui transaksi beli dan transaksi jual sebagai berikut:

1. Pada transaksi beli, laba (rugi) akan diperoleh bila harga pasar lebih kecil (besar) dibanding harga fundamental.
2. Pada transaksi jual, laba (rugi) akan diperoleh bila harga pasar lebih besar (kecil) dibanding harga fundamental.

7. Desain Perdagangan Saham

Ketiga kelompok sampel diminta untuk mengikuti simulasi perdagangan saham yang mentransaksikan 36 jenis saham yang dilaksanakan dalam 3 periode perdagangan, yang masing-masing dilaksanakan dalam 4 putaran, yang masing-masing dilaksanakan dalam 3 sesi yang mentransaksikan tiga jenis saham yang berbeda. Setiap putaran perdagangan dalam tiap sesi membutuhkan waktu selama 2,5 menit. Sistem perdagangan saham yang diberlakukan adalah sistem *batch process*. Dalam perdagangan saham ini, tidak diperkenankan adanya *short selling* yaitu

memperjual belikan saham yang bukan miliknya. Oleh karena itu, setiap investor diberi modal awal berupa uang tunai artifisial sebesar Rp 25.000.000,- dan 75 lembar untuk masing-masing jenis saham. Disamping itu, untuk memotivasi peserta dalam melakukan perdagangan saham maka seluruh peserta memperoleh dana partisipasi. Pemenang 1, 2 dan 3 akan ditentukan berdasarkan kinerja keuntungannya dan mereka berhak mendapatkan hadiah sejumlah uang tertentu

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Eksperimen 1: Pengaruh perilaku *overconfident* pada kesalahan prediksi ketika pasar tidak menyediakan informasi (H_1)

1.1. Kesalahan prediksi

Pada eksperimen 1, seluruh investor tidak memperoleh perlakuan apapun ketika memasuki sesi Pra-Pembukaan. Sesi paling awal ini memiliki tingkat ketidakpastian yang relatif tinggi sebab pasar tidak menyediakan informasi yang memadai pada investor. Situasi pasar yang tidak pasti mendorong timbulnya perilaku *overconfident*. Ketika memasuki sesi Pra-Pembukaan, IKP cenderung lebih banyak melakukan kesalahan prediksi dibanding ILP seperti yang ditampilkan di panel A, B dan C pada Tabel 1. Hasil pengujian menunjukkan bahwa rata-rata kesalahan prediksi IKP dan ILP berbeda secara signifikan di ketiga sesi pra-pembukaan. Karena rata-rata kesalahan

prediksi IKP lebih tinggi dibandingkan dengan ILP maka kenyataan ini menunjukkan bahwa IKP tidak memiliki pengetahuan seperti yang dipersepsikan. Dengan kata lain, persepsi IKP yang menyatakan bahwa mereka memiliki pengetahuan dan informasi yang lebih tepat tidak terbukti.

1.2. Perolehan Rugi Laba

Perolehan rugi laba dari eksperimen 1 disajikan pada Tabel 2. Panel A dan C menunjukkan bahwa IKP memperoleh kerugian, sedangkan panel B menunjukkan bahwa IKP memperoleh keuntungan.

1.3. Pembahasan

Ketika pasar tidak menyediakan informasi yang memadai di seluruh sesi Pra-Pembukaan (panel A, B dan C pada Tabel 1.1), investor mengantisipasi situasi ketidakpastian ini dengan lebih mengandalkan pengetahuan dan keyakinannya. Karena IKP memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan informasi yang dimiliki maka IKP cenderung menentukan nilai prediksi yang lebih tinggi sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan prediksi yang lebih tinggi dibandingkan dengan ILP di seluruh sesi Pra-Pembukaan. Temuan ini mengarah pada hipotesis 1 yaitu IKP memiliki rata-rata kesalahan prediksi saham yang lebih tinggi dibanding ILP di sesi Pra-Pembukaan.

Tabel 1. Ringkasan rata-rata kesalahan prediksi di sesi Pra-Pembukaan

Kondisi Pasar	N		Rata-rata kesalahan prediksi (harga)		Standar Deviasi		P-Value
	IKP	ILP	IKP	ILP	IKP	ILP	
A. Pra-Pembukaan1_1	65	65	-2,2511	-1,6694	0,97368	0,83512	0,000
B. Pra-Pembukaan2_1	65	65	-2,4375	-1,5882	0,89945	0,72495	0,000
C. Pra-Pembukaan3_1	65	65	-2,8949	-2,0935	1,06742	1,00245	0,000

Tabel 2. Ringkasan rata-rata rugi dan laba di sesi Pra-Pembukaan

Kondisi Pasar	N	Rugi-Laba
A. Pra-Pembukaan 1_1		
IKP	30	-0,0293
ILP	30	0,0293
B. Pra-Pembukaan2_1		
IKP	29	0,1026
ILP	29	-0,1026
C. Pra-Pembukaan3_1		
IKP	35	-0,0206
ILP	35	0,0206

Fenomena ini membuktikan bahwa IKP mengimplementasikan perilaku penipuan diri sebab IKP menilai pengetahuan dan informasinya secara berlebihan melebihi yang sebenarnya sehingga menghasilkan kesalahan prediksi yang tinggi. Kesalahan prediksi yang tinggi menimbulkan kerugian bagi IKP di sesi Pra-Pembukaan 1_1 dan Pra-Pembukaan3_1 sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari IKP ke ILP. Temuan ini mengkonfirmasi hasil penelitian sebelumnya (Odean, 1999; Barber and Odean, 2000; Raghurir and Das, 1999). Sebaliknya, meskipun memiliki kesalahan prediksi yang lebih tinggi dari ILP, IKP mampu memperoleh keuntungan di sesi Pra-Pembukaan2_1 sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari ILP ke IKP.

Secara normatif, ketika IKP memiliki rata-rata kesalahan prediksi yang lebih tinggi dibandingkan dengan ILP di sesi Pra-Pembukaan2_1, IKP akan menderita kerugian. Kenyataan menunjukkan bahwa IKP memperoleh keuntungan. Dalam perdagangan saham, investor akan memperoleh keuntungan sepanjang investor mampu mengirimkan prediksi harga yang akurat, yaitu harga prediksi yang mendekati harga pasar yang merupakan ekspektasi harga dari mayoritas perilaku pasar. Keuntungan yang diperoleh IKP ini memberi petunjuk bahwa mayoritas perilaku pasar mengimplementasikan perilaku

penipuan diri, sama seperti IKP, ketika memasuki sesi Pra-Pembukaan2_1. Dengan kata lain, mayoritas pelaku pasar meningkatkan tingkat keyakinannya setelah menerima panduan di sesi sebelumnya sehingga mereka memiliki perilaku yang sama seperti IKP. Jadi, IKP memperoleh keuntungan karena mereka mengirimkan harga saham yang akurat sedemikian rupa sehingga mendekati harga pasar yang merupakan ekspektasi harga dari mayoritas pelaku pasar, yang saat itu mengimplementasikan perilaku penipuan diri.

2. Eksperimen 2: Pengaruh perilaku *overconfident* pada kesalahan harga ketika investor memperoleh umpan balik (H_{2a} , H_{2b})

2.1. Kesalahan harga

Pada sesi ini, seluruh investor memperoleh perlakuan yang sama yaitu memperoleh panduan prediksi. Rata-rata kesalahan harga yang dilakukan oleh IKP dan ILP di sesi sebelum dan setelah menerima panduan ditampilkan pada Tabel 3. Tabel 3 menunjukkan bahwa sebelum dan sesudah menerima panduan, rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP berbeda secara statistik. Disamping itu, IKP secara konsisten menampilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih besar dibandingkan dengan ILP. Hal ini membawa implikasi

Tabel 3. Ringkasan rata-rata kesalahan harga sebelum dan setelah menerima panduan

Kondisi Pasar	N		Rata-rata kesalahan harga		Standar Deviasi		P-Value
	IKP	ILP	IKP	ILP	IKP	ILP	
A. Pasar sebelum menerima panduan	65	65	-2,6588	-2,1515	0,99958	1,03422	0,005
B. Pasar setelah menerima panduan	65	65	-2,9202	-2,0352	0,30583	1,00976	0,000

bahwa IKP memberi bobot yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan informasi yang dimiliki sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibanding ILP. Fenomena ini membuktikan bahwa IKP mengimplementasikan perilaku penipuan diri karena persepsi terhadap kemampuan diri sendiri tidak sesuai dengan kenyataan yang sebenarnya.

2.2. Perolehan Rugi Laba

Perolehan rugi laba pada kelompok IKP dan ILP di sesi perdagangan (pasar) sebelum dan sesudah menerima panduan disajikan pada Tabel 4. Tabel 4 menunjukkan bahwa di kedua sesi sebelum dan sesudah menerima panduan prediksi, IKP memperoleh kerugian dan ILP mendapat keuntungan sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari IKP ke ILP.

Tabel 4. Ringkasan rata-rata rugi dan laba IKP dan ILP di sesi sebelum dan sesudah menerima panduan prediksi

Kondisi Pasar	N	Rugi-Laba
A. Pasar sebelum menerima panduan		
IKP	29	-0,0313
ILP	29	0,0313
B. Pasar setelah menerima panduan		
IKP	29	-0,0135
ILP	29	0,0135

2.3. Pembahasan

Penelitian ini menemukan bahwa setelah menerima panduan prediksi, ILP meningkatkan akurasi prediksinya sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan sesi perdagangan sebelum menerima panduan. Oleh karena itu, garis kesalahan harga bergeser ke atas, yaitu dari kondisi *pretest* (sebelum menerima panduan) ke kondisi *posttest* (setelah menerima panduan), lihat Gambar 1.

Sebaliknya, akurasi prediksi IKP menurun setelah menerima panduan prediksi sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan sesi perdagangan sebelum menerima panduan. Oleh karena itu, garis kesalahan harga bergeser ke bawah, yaitu dari kondisi *pretest* (sebelum menerima panduan) ke kondisi *posttest* (setelah menerima panduan). Dengan demikian, panduan prediksi menyebabkan perbedaan rata-rata kesalahan harga antara IKP dan ILP menjadi semakin lebar sehingga perbedaan tersebut signifikan secara statistik (lihat panel B pada Tabel 3). Temuan ini memberi petunjuk bahwa panduan prediksi menyebabkan rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibandingkan ILP sehingga temuan ini mengkonfirmasi hipotesis 2a yang menyatakan bahwa IKP tetap memiliki rata-rata kesalahan harga saham yang lebih tinggi dibanding ILP ketika kedua kelompok investor memperoleh panduan prediksi harga saham. Di samping itu, panduan prediksi telah menurunkan rata-rata kesalahan harga ILP sebesar 5,4% dan meningkatkan rata-rata

kesalahan harga IKP sebesar 9,83% sehingga tidak mendukung hipotesis 2b yang menyatakan bahwa panduan prediksi harga saham menurunkan rata-rata kesalahan harga saham dalam proporsi yang lebih tinggi pada IKP dibanding ILP.

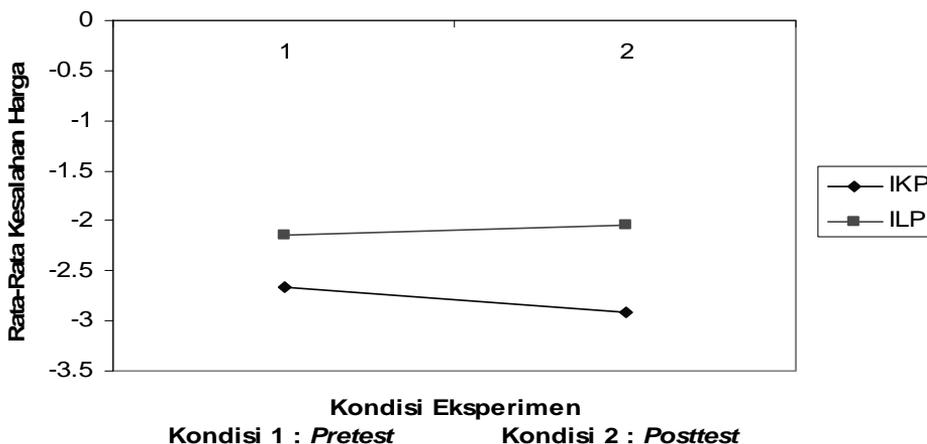
Dalam terminologi psikologi, kecenderungan orang untuk meningkatkan probabilitas kebenaran penilaiannya (*true belief*) setelah memperoleh tambahan pengetahuan atau informasi dikenal sebagai fenomena *self-attribution*. *Self-attribution* merupakan salah satu sinyal perilaku *overconfident* yang mengarah pada upaya untuk menjustifikasi membenaran diri (Daniel *et al.*, 1998). Karena IKP mengalami bias *self-attribution* setelah memperoleh panduan prediksi maka IKP cenderung meningkatkan nilai prediksi harga sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi. Oleh karena itu, IKP

mengalami kerugian sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari IKP ke ILP, lihat panel B pada Tabel 4.

3. Eksperimen 3: Pengaruh berita bagus pada kesalahan harga (H_3)

3.1. Kesalahan harga

Pada eksperimen 3, semua investor memperoleh perlakuan yang sama berupa penyampaian sinyal berita bagus. Rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP sebelum dan sesudah penyampaian sinyal berita bagus disajikan pada Tabel 5. Panel A pada Tabel 5 menunjukkan bahwa rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP berbeda secara statistik. Meskipun demikian, ketika memperoleh sinyal berita bagus, perbedaan rata-rata kesalahan harga diantara keduanya tidak signifikan, lihat panel B.



Gambar 1. Kesalahan harga sebelum dan sesudah pemberian panduan

Tabel 5. Ringkasan rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP sebelum dan sesudah penyampaian sinyal berita bagus.

Kondisi Pasar	N		Rata-rata kesalahan prediksi (harga)		Standar Deviasi		P-Value
	IKP	ILP	IKP	ILP	IKP	ILP	
A. Pasar sebelum menerima berita bagus	65	65	-2,7345	-2,1388	1,24788	1,02810	0,004
B. Pasar setelah menerima berita bagus	65	65	-2,7458	-2,5711	1,24681	1,32009	0,439

Gambar 2 menunjukkan bahwa ketika menerima sinyal berita bagus pada putaran perdagangan yang pertama, IKP dan ILP memiliki rata-rata kesalahan harga yang relatif sama. Pada putaran perdagangan selanjutnya rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP menurun sehingga garis kesalahan kedua kelompok investor bergerak keatas. Meskipun rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibanding ILP yang ditunjukkan oleh posisi garis IKP yang lebih rendah, namun perbedaan diantara keduanya tidak signifikan.

3.2 Perolehan rugi laba

Perolehan rugi laba pada kelompok IKP dan ILP di sesi perdagangan (pasar) sebelum dan sesudah menerima sinyal berita bagus disajikan pada Tabel 6. Panel A pada Tabel 6 menunjukkan bahwa IKP menderita kerugian sebelum pasar memperoleh sinyal berita bagus sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari IKP ke ILP. Sebaliknya, panel B menunjukkan bahwa ketika memperoleh sinyal berita bagus, IKP mampu mendapatkan keuntungan sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari ILP ke IKP.

3.3. Pembahasan

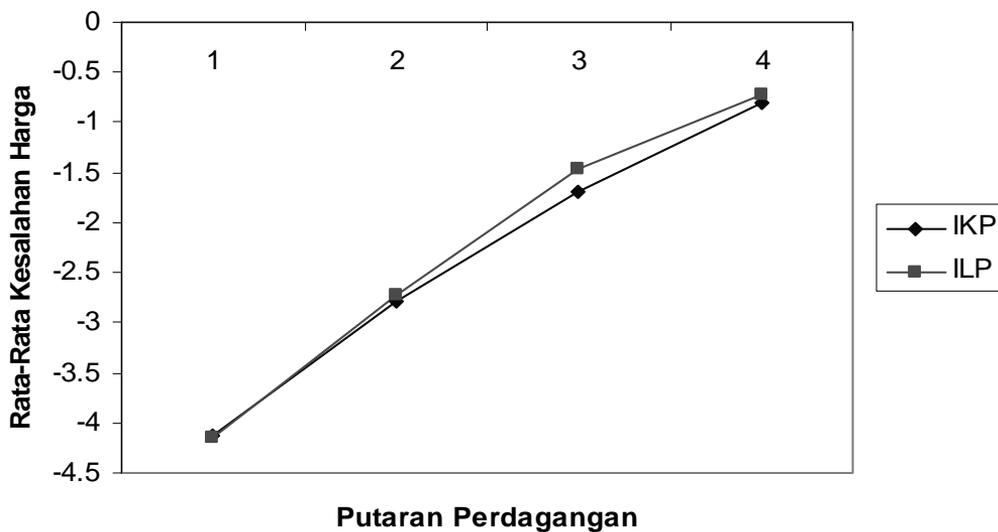
Penelitian ini menemukan bahwa setelah menerima sinyal berita bagus, akurasi prediksi ILP menurun sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan sesi perdagangan sebelum memperoleh sinyal berita bagus. Oleh karena itu, garis kesalahan harga bergeser ke bawah yaitu dari kondisi *pretest* (sebelum menerima sinyal berita bagus) ke kondisi *posttest* (setelah menerima sinyal berita bagus), lihat Gambar 3. Sebaliknya, sinyal berita bagus

tidak mampu merubah kesalahan harga pada IKP sehingga garis kesalahan harga relatif tidak berubah dari kondisi *pretest* (sebelum menerima sinyal berita bagus) ke kondisi *posttest* (setelah menerima sinyal berita bagus). Dengan demikian, sinyal berita bagus menyebabkan perbedaan rata-rata kesalahan harga antara IKP dan ILP menjadi semakin kecil dan secara statistik perbedaan tersebut tidak signifikan, lihat panel B pada Tabel 5. Temuan ini tidak mendukung hipotesis 3 yang menyatakan bahwa sinyal berita bagus mengakibatkan rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibanding ILP.

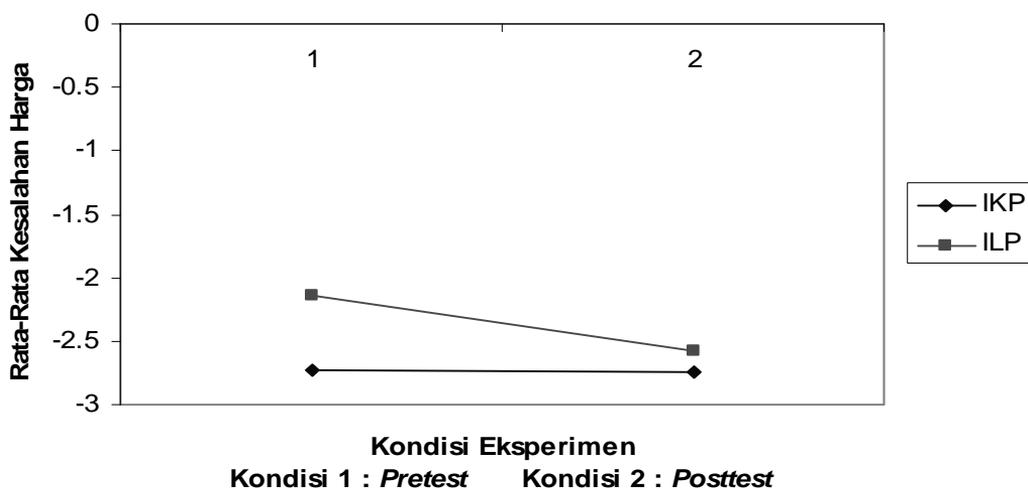
Selanjutnya, untuk memahami perilaku IKP dan ILP ketika menerima sinyal berita bagus, kinerja prediksi kedua kelompok investor tersebut ditampilkan pada Tabel 7. Setelah menerima sinyal berita bagus, rata-rata harga penawaran beli (*bid price*)/saham IKP turun sebesar Rp 238,- (lihat panel A) dan rata-rata penawaran jual/saham IKP turun sebesar Rp 310,- (lihat panel B).

Tabel 6. Ringkasan rata-rata rugi laba IKP dan ILP sebelum dan setelah menerima sinyal berita bagus

Kondisi Pasar	N	Rugi-Laba
A. Pasar sebelum berita bagus		
IKP	18	-0,0440
ILP	18	0,0440
B. Pasar setelah berita bagus		
IKP	18	0,0318
ILP	18	-0,0318



Gambar 2. Rata-rata kesalahan harga ketika pasar menerima sinyal berita bagus



Gambar 3. Kesalahan harga sebelum dan sesudah menerima berita bagus

Tabel 7 Kinerja prediksi IKP dan ILP sebelum dan setelah menerima sinyal berita bagus

KETERANGAN	Sebelum Menerima Sinyal Berita Bagus	Setelah Menerima Sinyal Berita Bagus	Peningkatan / Penurunan
KINERJA PREDIKSI IKP			
A. Rata-rata harga penawaran beli / saham	Rp 5.560	Rp 5.332	(Rp 238,-)
B. Rata-rata harga penawaran jual / saham	Rp 5.670	Rp 5.360	(Rp 310,-)
C. Posisi transaksi			jual netto
KINERJA PREDIKSI ILP			
D. Rata-rata harga penawaran beli/ saham	Rp 5.277	Rp 5.884	Rp 607,-
E. Rata-rata harga penawaran jual / saham	Rp 5.498	Rp 6.270	Rp 772,-
F. Posisi transaksi			beli netto

Karena penurunan rata-rata harga penawaran beli lebih kecil dari penurunan rata-rata harga penawaran jual maka dapat dikatakan bahwa IKP lebih banyak melakukan transaksi jual dibanding dengan transaksi beli. Dengan kata lain, IKP lebih banyak melakukan transaksi jual netto (lihat panel C). Sebaliknya, dengan penjelasan yang sama, ILP lebih banyak melakukan transaksi beli netto (lihat panel F).

Tabel 7 menunjukkan bahwa ketika sinyal berita bagus memasuki pasar, IKP cenderung memiliki transaksi penjualan netto, bukan transaksi pembelian netto, sehingga perilakunya ini bertentangan dengan hipotesis penipuan diri. Menurut hipotesis penipuan diri, orang yang tidak rasional cenderung membeli saham ketika menerima sinyal berita bagus dan menjual saham ketika menerima sinyal berita buruk. Kenyataan menunjukkan bahwa IKP cenderung memiliki transaksi penjualan netto di sesi Berita Bagus sebab IKP ingin merealisasikan keuntungan dengan menjual saham yang diperolehnya di sesi-sesi perdagangan sebelumnya. Mereka memiliki keyakinan bahwa ketika berita bagus memasuki pasar maka saat itu merupakan saat yang paling tepat untuk menjual sahamnya untuk mengurangi risiko penurunan harga. Perilaku ini secara tidak disadari sejalan dengan perilaku pelaku pasar yang rasional. Perilaku

IKP yang tidak konsisten ini sesuai dengan pendapat yang dikemukakan Thaler (1992) bahwa preferensi risiko menyebabkan pengambil keputusan berperilaku rasional pada situasi tertentu dan berperilaku tidak rasional pada situasi lain.

Di samping itu, IKP memperoleh keuntungan di sesi Berita Bagus karena mereka saat itu berperilaku rasional, sesuai dengan perilaku mayoritas pelaku pasar yaitu melakukan transaksi penjualan netto, lihat panel B pada Tabel 6. IKP telah mengirimkan harga penawaran jual yang akurat sehingga pada harga pasar yang terjadi, mereka menjual saham dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan harga fundamentalnya. Dengan demikian, telah terjadi perpindahan kekayaan dari ILP ke IKP.

4. Eksperimen 4: Pengaruh berita buruk pada kesalahan harga (H₄)

4.1. Kesalahan Harga

Pada eksperimen 4, semua investor memperoleh perlakuan yang sama berupa penyampaian sinyal berita buruk. Rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP sebelum dan sesudah penyampaian sinyal berita buruk disajikan pada Tabel 8. Panel A dan panel B pada Tabel 8 menunjukkan bahwa rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP berbeda secara

statistik baik sebelum maupun sesudah menerima sinyal berita buruk. Kenyataan menunjukkan bahwa rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibandingkan ILP di kedua pasar sehingga fenomena ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat bukti kuat yang mendukung hipotesis bahwa IKP memiliki pengetahuan dan informasi yang tepat, seperti yang mereka persepsikan. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa IKP telah mengimplementasikan perilaku penipuan diri.

4.2. Perolehan Rugi Laba

Perolehan rugi laba IKP dan ILP sebelum dan setelah penyampaian sinyal berita buruk ditampilkan pada Tabel 9. Panel A pada Tabel 9 menunjukkan bahwa sebelum berita buruk memasuki pasar, IKP menderita kerugian dan ILP menikmati keuntungan sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari IKP ke ILP. Sebaliknya, IKP memperoleh keuntungan sedangkan ILP menderita kerugian ketika sinyal berita buruk masuk ke pasar, lihat panel B. Temuan penelitian ini mengkonfirmasi

hasil penelitian sebelumnya (DeLong *et al.*, 1990, 1991; Hirshleifer and Luo, 2001, Gervais and Odean, 2001). Fenomena ini memiliki implikasi bahwa IKP memiliki kesempatan untuk mendapatkan keuntungan sepanjang mereka mengirimkan nilai prediksi harga saham yang akurat yaitu harga saham yang mendekati harga pasar yang merupakan harga ekspektasi mayoritas pelaku pasar.

4.3. Pembahasan

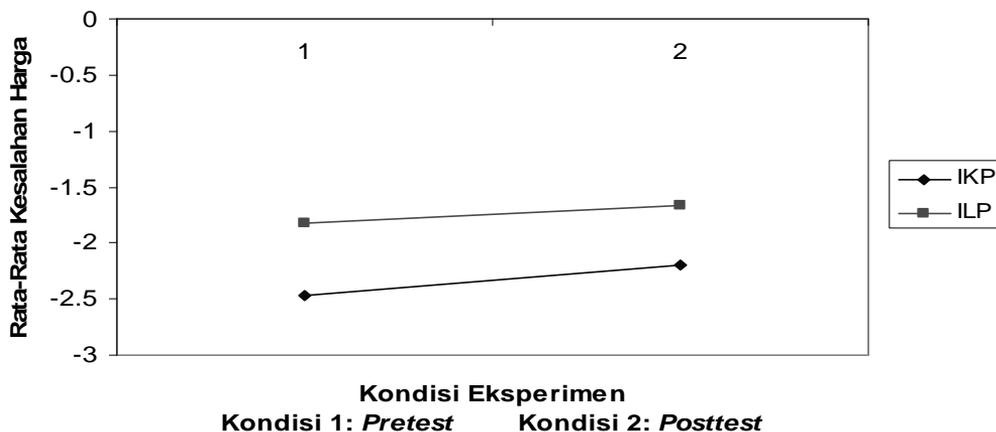
Penelitian ini menemukan bahwa setelah menerima sinyal berita buruk, IKP dan ILP mampu meningkatkan akurasi prediksinya sehingga menghasilkan rata-rata kesalahan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan sesi perdagangan sebelum memperoleh berita buruk. Oleh karena itu, kedua garis kesalahan harga bergeser ke atas seperti yang ditampilkan pada Gambar 4. Bila dicermati, ketika sinyal berita buruk memasuki pasar, IKP menunjukkan perilaku *overconfident*nya dengan menurunkan rata-rata kesalahan harga dalam proporsi yang lebih tinggi dibandingkan

Tabel 8. Ringkasan rata-rata kesalahan harga IKP dan ILP sebelum dan setelah berita buruk

Kondisi Pasar	N		Rata-rata kesalahan prediksi (harga)		Standar Deviasi		P-Value
	IKP	ILP	IKP	ILP	IKP	ILP	
A. Pasar sebelum menerima berita buruk	65	65	-2,4648	-1,8206	1,00663	0,76579	0,000
B. Pasar setelah menerima berita buruk	65	65	-2,1911	-1,6626	0,88265	0,66045	0,000

Tabel 9. Ringkasan rata-rata rugi dan laba IKP dan ILP sebelum/sesudah menerima sinyal berita buruk.

Kondisi Pasar	N	Rugi-Laba
A. Pasar sebelum berita buruk		
IKP	26	-0,219
ILP	26	0,219
B. Pasar setelah berita buruk		
IKP	27	0,0053
ILP	27	-0,0053



Gambar 4. Kesalahan harga sebelum dan sesudah menerima berita buruk

dengan ILP sehingga menyebabkan perbedaan rata-rata kesalahan harga antara IKP dan ILP menjadi menyempit. Meskipun demikian, perbedaan tersebut signifikan secara statistik. Dengan kata lain, sinyal berita buruk telah menyebabkan rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibandingkan dengan ILP sehingga hal ini mengarah pada hipotesis 4 yang menyatakan bahwa sinyal berita buruk mengakibatkan rata-rata kesalahan harga IKP lebih tinggi dibanding ILP.

Di samping itu, penelitian ini juga menemukan hasil yang menarik yaitu IKP memperoleh keuntungan walaupun memiliki rata-rata kesalahan harga yang lebih tinggi dibandingkan ILP sehingga terjadi perpindahan kekayaan dari ILP ke IKP, lihat panel B pada Tabel 9. IKP memperoleh keuntungan karena IKP telah mengirimkan nilai prediksi harga saham yang akurat sedemikian rupa sehingga mendekati harga pasar yang merupakan ekspektasi harga dari mayoritas pelaku pasar. Hal ini memberi petunjuk bahwa mayoritas pelaku pasar berperilaku sama seperti IKP yaitu mengimplementasikan perilaku penipuan diri ketika melakukan perdagangan di sesi Berita Buruk. Temuan ini membuktikan bahwa investor *overconfident* tidak selalu menderita kerugian ketika prediksinya menghasilkan kesalahan yang

lebih tinggi dibandingkan dengan investor yang lebih rasional.

KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Penelitian eksperimen ini memusatkan perhatian pada peran perilaku *overconfident* dalam menentukan dan mengoreksi harga saham setelah memperoleh perlakuan tertentu. Hasil penelitian menunjukkan bahwa IKP cenderung menilai ketepatan pengetahuan dan informasi yang mereka miliki secara berlebihan melebihi kenyataan yang sebenarnya sehingga menghasilkan nilai prediksi yang relatif tinggi dan rata-rata kesalahan prediksi atau harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan ILP di semua sesi eksperimen, kecuali di sesi pasar Berita Bagus. Oleh karena itu, fenomena ini menunjukkan bahwa IKP mengimplementasikan perilaku penipuan diri. Temuan penelitian juga menunjukkan bahwa IKP tidak selalu menderita kerugian walaupun memiliki rata-rata kesalahan prediksi atau harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan ILP. IKP memiliki kesempatan memperoleh keuntungan sepanjang mereka mampu mengirimkan nilai prediksi saham secara akurat sedemikian rupa sehingga mendekati harga pasar yang merupakan ekspektasi harga

dari mayoritas pelaku pasar. Hal ini membawa implikasi bahwa sepanjang mayoritas pasar mengimplementasikan perilaku penipuan diri, sama seperti IKP, maka kesempatan IKP memperoleh keuntungan juga semakin besar.

2. Saran

Temuan penelitian ini secara umum menunjukkan bahwa tingkat kesalahan prediksi (harga) mencerminkan tingkat *overconfidence* seseorang. Mereka yang memiliki tingkat *overconfidence* tinggi (direpresentasikan oleh IKP) terbukti cenderung memberi penilaian yang berlebihan pada ketepatan pengetahuan dan akurasi informasi yang dimiliki sehingga cenderung menentukan prediksi yang menghasilkan rata-rata kesalahan prediksi (harga) yang lebih tinggi dibanding mereka yang lebih rendah tingkat *overconfidencenya* (direpresentasikan oleh ILP). Oleh karena itu, para pemain dan analis saham perlu mewaspadai timbulnya perilaku *overconfident* ketika menghadapi situasi pasar yang sedang meningkat ketidakpastiannya atau ketika melakukan perdagangan di sesi Pra-Pembukaan. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa sesi Pra-Pembukaan merupakan sesi perdagangan yang lebih riskan dibanding sesi perdagangan lainnya.

Bagi perusahaan pialang dan sejenisnya, barangkali perlu membekali analisisnya dengan *training* (pelatihan) pengelolaan kepercayaan diri atau sejenisnya sehingga analis dapat memperoleh dan mempelajari proses belajar yang benar sehingga dapat mengurangi tingkat *overconfidencenya*. Mengacu kepada penelitian Winkler dan Murphy (1968), proses belajar yang benar akan memenuhi kriteria bahwa peningkatan pengetahuan akan diikuti oleh penurunan tingkat keyakinan dengan cara mengurangi probabilitas kebenaran penilaiannya sehingga orang akan cenderung menurun tingkat *overconfidencenya*. Dengan menurunnya tingkat *overconfidence* maka akan diperoleh prediksi yang lebih akurat

sehingga dapat mengurangi kemungkinan timbulnya kesalahan.

Hasil penelitian membuktikan bahwa pemberian umpan balik (*feedback*) cenderung mengurangi kesalahan sepanjang orang mengikuti proses belajar yang benar. Seringkali orang mengabaikan pentingnya umpan balik sehingga kinerjanya sulit ditingkatkan. Oleh karena itu, budaya pemberian umpan balik ini perlu ditingkatkan agar orang dapat mengadakan introspeksi diri, baik untuk kepentingan dirinya sendiri atau kepentingan organisasinya.

Di samping itu, pesan penting lain yang dapat dipetik dari hasil penelitian ini adalah bahwa tingkat pengetahuan yang rendah mendorong timbulnya perilaku *overconfident*. Temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya (Lichtenstein *et al.* 1982; Burson *et al.* 2006; Moore dan Cain, 2007). Oleh karena itu, pengambil keputusan perlu terus meningkatkan dan mengembangkan pengetahuan untuk meningkatkan kualitas *judgement* sehingga dapat menghasilkan keputusan yang lebih akurat. Meskipun demikian, peningkatan dan pengembangan pengetahuan harus mengacu kepada proses pembelajaran yang benar yaitu proses pembelajaran yang didasari oleh pemahaman keterbatasan dan ketidaksempurnaan manusia (*bounded rationality*)

3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mencatat beberapa keterbatasan. Pertama, desain penelitian menunjukkan perdagangan dilakukan dalam 3 periode yang diselenggarakan dalam waktu satu hari. Hal ini menyebabkan waktu pelaksanaan eksperimen menjadi terkesan lama sehingga ada kemungkinan menimbulkan *maturation effect* (rasa bosan, capai). Kedua, design penelitian eksperimen ini menggunakan panduan prediksi sebagai umpan balik (*feedback*). Panduan prediksi ini diberikan dalam waktu yang relatif singkat sehingga peserta tidak memperoleh kesempatan untuk mengikuti proses belajar dalam arti yang sebenarnya.

Ketiga, pelaksanaan penelitian eksperimen dilakukan pada siang hari sehingga kondisi fisik peserta tidak sebaik bila dilakukan pada waktu pagi hari. Keempat, penelitian ini tidak membahas tentang pengaruh urutan penyampaian berita bagus dan berita buruk (*order effect*) pada kesalahan prediksi harga saham. Bila penelitian ini juga mencakup *order effect* maka ada kemungkinan akan memberi hasil yang berbeda. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya dapat mengelaborasi lebih lanjut pengaruh *order effect* dalam desain eksperimennya sehingga dapat meningkatkan variasi hasil penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Alba, W, Joseph and Wesley Hutchinson, 2000. "Knowledge Calibration: What consumers know and what they think they know". *Journal of Consumer Research*, 27, 123-156
- Barber, M, Brad and Terrance Odean, 1999. "The Courage of Misguided Convictions". *Financial Analysts Journal*, November/December, 41-54.
- _____, 2000. "Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors". *Journal of Finance*, Vol 55, No 2, 773-806.
- Burson, A, K., Larrick, P, R. and Klayman, J., 2006. "Skilled or unskilled, but still unaware of it: How perceptions of difficulty drive miscalibration in relative comparisons". *Journal of Personality and Social Psychology*, 90 (1), 60-77
- Bernard, Victor, 1994. "Accounting Based Valuation Methods, Determinants of Book to Market Ratios and Implications for Financial Statement Analysis". Working Paper, University of Michigan.
- Bloomfield, Robert., Libby, Robert., and Mark Nelson, 1999. "Confidence and The Welfare of Less Informed Investors". *Accounting, Organizations and Society* 24, 623- 647.
- Camerer, Collin and Dan Lovo., 1999". Overconfidence and excess entry: An experimental approach". *American Economic Review*, 89 (1), 306- 318
- Christensen-Szalanski, J. J., and Bushyhead, J.B., 1981, "Physicians' use of probabilistic information in a real clinical setting". *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 7, 928-935
- Daniel, Kent., Hirshleifer, David and Avani-dhar Subrahmanyam., 1998. "Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions". *Journal of Finance*, Vol LIII, no 6, December, 1839 – 1885.
- DeLong, Bradford., J, Shleifer., A, Summers., L.H., Waldman, R., 1990. "Noise Trader Risk in Financial Markets". *Journal of Political Economy* 99, 703-738.
- _____, 1991. "The survival of noise traders in financial markets". *Journal of Business*, volume 64, no 1, 1-19.
- Fischhoff, Baruch., Paul Slovic, and Sarah Lichtenstein., 1977. "Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence". *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* vol 3, no 4, 552-564.
- Friedman, Daniel., 1993. "Privileged Traders and Asset Market Efficiency: A Laboratory Study". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, December, 515-534.
- Gervais, Simon., and Terrance Odean., 2001. "Learning to be Overconfident". *Review of Financial Studies* 14, 1-27.
- Griffin, Dale and Amos Tversky., 1992. "The Weighing of Evidence and The Determinants of Confidence". *Cognitive Psychology*, 24, 411 -435
- Hirshleifer, David and Guo Ying Luo., 2001. "On The Survival of Overconfident Traders in A Competitive Securities Market". *Journal of Financial Markets* 4, 73-84.
- Hogarth, Robin., 1994. *Judgement and Choice, The Psychology of Decision*. John Wiley and Sons, New York, second edition.
- Isaac, Stephen and William B Michael., 1985. *Handbook in Research and Evaluation*.

- Edits Publishers, San Diego, California, Second edition.
- Kagel, J and D, Levin., 1986."The Winner's Curse and Public Information in Common Value Auction". *American Economic Review*, 76, 894-920.
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky, 1973. "On The Psychology of Prediction". *Psychological Review* 80, 237-251.
- _____, 2001. "Intuitive prediction: biases and corrective procedures". In Daniel Kahneman, Paul Slovic and Amos Tversky, (eds), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York: Cambridge University Press.
- Kerlinger, N, Fred and Howard B Lee., 2000. *Foundations of Behavioral Research*. Harcourt College Publishers, fourth edition.
- Kidd, J. B., 1970."The utilization of subjective probabilities in production planning". *Acta Psychologica*, 34, 338-347.
- Kirchler, Erich., Maciejovsky, Boris., 2002. "Simultaneous Over and Underconfidence: Evidence from Experimental Asset Markets". *Journal of Risk and Uncertainty*, 25, 1, 65-85.
- Klayman, Joshua., Soll, Jack., and Sema Barlas., 1999. "Overconfidence: It Depends on How, What and Whom You Ask". *Organizational Behavior and Human Decision Process*, vol 79, no 3, 216 – 247.
- Klayman, Joshua., and Ha, Y, W., 1987. "Confirmation, Disconfirmation and Information in Hypothesis Testing". *Psychological Review*, 94, 211-228.
- Kruger, J. and Dunning, D., 2002. "Unskilled and unaware - but why? A reply to Kruger and Mueller (2002)". *Journal of Personality and Social Psychology*, 82, 189-192.
- Larrick, R.P.,J.N.Morgan, and R.E.Nisbett., 1990. "Teaching the Use of Cost Benefit Reasoning in Everyday Life". *Psychological Science* 1: 362-70.
- Lichtenstein, Sarah., Fischhoff, Baruch., 1977. "Do Those Who Know More Also Know More About How Much They Know". *Organizational Behavior and Human Performance* 20, 159-183.
- Lichtenstein, Sarah., Fischhoff, Baruch., and Lawrence D Phillips., 1982. "Calibration of Probabilities: The State of The Art To 1980". In *Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Edited by Daniel Kahneman, Paul Slovic and Amos Tversky. Cambridge, UK and New York : Cambridge University Press : 306 -334
- Lichtenstein, Sarah., Fischhoff, Baruch., 1980."How Well Do Probability Experts Assess Probability?" *Decision Research*, 22, 80-85.
- Lord, Charles.,G.,Lee, Ross., and Mark R Lepper., 1979. "Biased Assimilation and Attitude Polarization: The Effect of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence". *Journal of Personality and Social Psychology* 37, 2098-2109.
- Moore, A. Don. and Daylian M Cain., 2007. "Overconfidence and under-confidence: When and why people underestimate (and overestimate) the competition?" *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 103, 197-213.
- Odean, Terrance., 1998. "Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders are Above Average". *Journal of Finance*, LIII, December, 1887 -1934.
- _____,1999. "Do Investors Trade Too Much?" *American Economics Review*, 89, 1279 - 1298.
- Oskamp, Stuart., 1965. "Overconfidence in Case Study Judgments". *Journal of Consulting Psychology*, vol 29, no 3, 261-265.
- Quattrone, G.A., 1982. "Overattribution and Unit Formation: When Behavior Engulfs The Person". *Journal of Personality and Social Psychology*, 42, 593-607.
- Raghubir, Priya., and Sanjiv Ranjan Das., 1999. "Case For Theory Driven Experimental Enquiry". *Financial Analysts Journal*, November / December, 56 – 79.
- Russo, Edward., and Paul H Schoemaker., 1992. "Managing Overconfidence". *Sloan Management Review*, 7-17.
- Stickel, E, Scott., 1995. "The Anatomy of Performance of Buy and Sell

- Recommendations". *Financial Analysts Journal*, September-October, 25-39.
- Taylor, S. and Brown, J.D. ,1988. " Illusion and well being: A social psychological perspective on mental health". *Psychological Bulletin*, 103, 193- 210.
- Teoh, Siew, Hong., T.J. Wong., and Gita Rao., 1998. "Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, vol 4, no 4, 234- 259
- Thaler, Richard., 1992. *The Winner's Curse, Paradoxes and Anomalies of Economic Life*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Trivers, Robert., 2004. "The Elements of A Scientific Theory of Self Deception." *Annals New York Academy of Science*, 907, 114-131
- Wagenaar,W. A. and Karen, G.B., 1986." Does the expert know? The reliability of predictions and confidence ratings of experts". In *Intelligent Decision Support in Process Environments* (pp. 87-103), E. Hollnagel, G. Manici., and D.D.Woods (Eds.). Berlin: Springer Verlag.
- Winkler, R.L., Murphy, A. H., 1968. "Good Probability Assessors". *Journal of Applied Meteorology*, 7, 751-758.