

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pasar saham secara global mengalami gejolak di tahun 2018. Volatilitas kembali menguasai pasar, yang dilatarbelakangi dengan perlambatan ekonomi global, ketegangan geopolitik dan perdagangan, kekhawatiran akan pengetatan kebijakan moneter, dan peningkatan pengawasan sektor teknologi (*World Federation of Exchanges Report*, 2019).

Berdasarkan laporan dari *CNN Business*, indeks volatilitas VIX (yaitu indeks untuk mengukur volatilitas pasar) melonjak ekstrim di tahun 2018. *The Dow* turun 5.6%, S&P 500 turun 6.2% dan Nasdaq turun 4%. Ini adalah tahun terburuk untuk perdagangan saham sejak 2008 dan hanya tahun kedua *The Dow* dan S&P 500 jatuh dalam dekade terakhir (Isidore, *CNN Business*, 2018). Dampak Brexit terhadap Inggris dan Eropa juga membuat para investor khawatir, demikian pula perlambatan ekonomi Tiongkok. Indeks FTSE All-World, yang melacak ribuan saham di berbagai pasar anjlok 12% di tahun 2018 (Isidore, *CNN Business*, 2018).

Fluktuasi juga terjadi pada pasar Indonesia. Laporan Pasar Harian dari Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian per 12 April 2019 mengungkapkan bahwa Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami pelemahan sebesar -0.07%. Rupiah mengalami apresiasi dari penutupan pasar sebelumnya (11/04/2019) menjadi 14.120 per dollar AS. Sejak awal tahun 2019,

CDS Indonesia telah menurun sebesar 28.39%. Mayoritas indeks saham di Asia bergerak menguat. Kondisi itu ditunjukkan oleh indeks Nikkei 225 di Jepang naik 0.73%, indeks Kospi di Korsel naik 0.41%, dan indeks Hang Seng di Hong Kong naik 0.24%. Sementara itu IHSG ditutup melemah 0.06% (Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian, 2019).

Dinamika politik di Indonesia dianggap juga dapat berdampak pada volatilitas pasar saham, terutama dengan diselenggarakannya pemilu legislatif dan presiden yang digelar pada tahun 2019. Keterkaitan antara politik dan volatilitas pasar saham sejalan dengan penelitian Leblang dan Mukherjee (2005) yang menemukan bahwa volatilitas harga saham juga dipengaruhi oleh keberpihakan pemerintah dan ekspektasi pelaku pasar modal terhadap kemenangan pemilu baik oleh partai sayap kiri maupun sayap kanan.

Fenomena yang terjadi ini mengharuskan para investor perlu bersikap hati-hati dalam membuat keputusan berinvestasi. Investor akan dihadapkan pada ketidakpastian di mana kemungkinan adanya hasil investasi tidak sesuai dengan harapan atau bahkan menjadi kerugian. Investor tidak hanya akan mengambil keuntungan dari investasi tetapi juga mempertimbangkan kemungkinan risiko yang akan dihadapi dari investasi (Leon dan Aprilia, 2018). Peristiwa ekonomi ini, sebagaimana diwakili oleh data harga pasar saham, dapat memengaruhi sikap toleransi risiko (Grable, 2000). Yao, Hanna dan Lindamood (2004) juga menemukan bahwa toleransi risiko keuangan cenderung meningkat ketika *return* saham meningkat dan menurun ketika *return* saham menurun.

Dalam domain pengambilan keputusan keuangan, toleransi risiko keuangan secara umum didefinisikan sebagai nilai maksimum dari ketidakpastian dan kesediaan seseorang untuk menerima risiko dalam mengambil keputusan keuangan (Grable dan Joo, 2004). Toleransi risiko juga merupakan faktor mendasar dalam model perencanaan keuangan, analisis kesesuaian investasi, dan kerangka kerja keputusan konsumen (Campbell, 2006). Bailey dan Kinerson (2005) mengatakan bahwa toleransi risiko seseorang merupakan prediktor yang sangat kuat dalam pengambilan keputusan investasi

Pendekatan industri standar untuk toleransi risiko adalah untuk menilai kemampuan investor dalam menahan risiko yang terkait dengan portofolio investasi mereka. Baik dari perspektif kesediaan mereka untuk tetap berinvestasi melalui penurunan pasar yang tak terhindarkan (yaitu, sikap risiko mereka), atau dengan sumber keuangan mereka untuk dapat tetap berada di tujuan mereka dalam menghadapi volatilitas pasar (yaitu, kapasitas risiko mereka) (Kitces, 2018).

Untuk itu, sangat penting untuk menilai toleransi risiko individu sebelum membuat suatu keputusan investasi. Penilaian toleransi risiko keuangan seorang investor bukan hanya bermanfaat bagi investor itu sendiri namun juga bagi para penasihat keuangan. Para penasihat keuangan perlu memberikan saran yang tepat kepada investor sehubungan dengan tingkat risiko yang sesuai untuk memenuhi tujuan investasi mereka (Hatch, Carlson dan Droms, 2018).

Penilaian toleransi risiko keuangan juga perlu dilakukan sebagai bagian dari mandat *KYC (Know Your Client) Rule*, yang di Indonesia diatur dalam Bapepam Rule Number V.D.10: “Know Your Client” Principles tanggal 15

Januari 2003. Dengan adanya KYC Rule, Pada awal pembukaan akun portofolio, klien atau investor diwajibkan mengisi formulir standar yang memberikan informasi terperinci tentang toleransi risiko, pengetahuan investasi, dan posisi keuangan mereka. Tujuannya untuk melindungi klien dan penasihat investasi. Klien dilindungi dengan meminta penasihat investasi mereka mengetahui investasi apa yang paling sesuai dengan situasi pribadi mereka. Penasihat investasi dilindungi dengan mengetahui apa yang dapat dan tidak bisa mereka sertakan dalam portofolio klien mereka (Investopedia, 2019).

Toleransi risiko keuangan juga penting dalam keputusan portofolio rumah tangga dan pertumbuhan kekayaan rumah tangga karena investor yang mentolerir risiko yang lebih tinggi cenderung memperoleh pengembalian yang lebih tinggi dalam jangka panjang. Rumah tangga dengan toleransi risiko sangat rendah tidak mungkin berinvestasi dalam saham dan karenanya mungkin memiliki kesulitan yang lebih besar dalam mencapai pensiun yang memadai dan mencapai tujuan lain. Sementara saham telah menghasilkan pengembalian yang sangat tinggi dibandingkan dengan investasi lain (Yao, Hanna dan Lindamood, 2004).

Para peneliti maupun para profesional di bidang jasa keuangan menggunakan beberapa metode *assessment* untuk menilai toleransi risiko investor, antara lain; metode penilaian heuristik, penilaian objektif dan penilaian subjektif. Para profesional jasa keuangan umumnya menggunakan penilaian heuristik untuk menilai dan memprediksi toleransi risiko keuangan (Roszkowski, Snelbecker dan S. R. Leimberg, 1993). Metode ini mengasumsikan korelasi yang kuat antara karakteristik demografis dan sosial ekonomi (sosiodemografi) dengan toleransi

risiko keuangan (Grable dan Lytton, 1998). Faktor sosiodemografi yang banyak diuji antara lain usia, jenis kelamin, status pernikahan, tingkat pendidikan, juga penghasilan dan kekayaan. Penelitian yang banyak dilakukan adalah dengan melihat pengaruh usia (Pålsson, 1996; Wang dan Hanna, 1997; Kumar *et al.*, 2015) dan jenis kelamin (Harlow dan Brown, 1990; Bajtelsmit dan Bernasek, 1996; Faff, Hallahan dan McKenzie, 2011) terhadap toleransi keuangan individu. Hallahan, Faff, dan McKenzie (2004) menemukan bahwa, jenis kelamin, usia, jumlah anak/tanggung, status pernikahan, penghasilan dan kekayaan memiliki hubungan yang signifikan terhadap toleransi risiko.

Metode lainnya dalam menilai toleransi risiko keuangan adalah melalui penilaian objektif (*objective assessment*). Dengan menggunakan metode ini, seseorang yang memegang mayoritas aset investasi mereka dalam ekuitas akan dianggap memiliki toleransi risiko yang relatif tinggi. Peneliti dan profesional investasi yang menggunakan pendekatan ini mengukur toleransi risiko relatif dengan melihat rasio aset berisiko terhadap kekayaan (Riley dan Chow, 1992). Namun validitas dari metode ini dipertanyakan (Cordell, 2001; Campbell, 2006).

Metode berikutnya adalah penilaian subyektif (*subjective assessment*). Saat ini, dalam bisnis perencanaan keuangan, penilaian subyektif adalah teknik yang paling banyak digunakan untuk pengukuran toleransi risiko (Ardehali, Paradi dan Asmild, 2005). Dua instrumen populer yang digunakan dalam penilaian ini adalah *Survey of Consumer Finances* (SCF) dan kuesioner multidimensi yang dikembangkan oleh Grable dan Lytton yang mencakup 13 pertanyaan terkait toleransi risiko.

Assessment mengenai toleransi risiko keuangan dikembangkan juga oleh Cordell (2001), dengan mengklasifikasikan toleransi risiko ke dalam empat komponen multidimensi risiko yang terdiri dari; *risk propensity* (kecenderungan risiko), *risk attitude* (sikap risiko), *risk capacity* (kapasitas risiko) dan *risk knowledge* (pengetahuan risiko). Cordell (2001) mengemukakan bahwa untuk benar-benar dapat memahami toleransi risiko keuangan seorang investor, maka komponen multidimensi risiko ini harus diukur secara terpisah. Namun, penelitian Cordell (2002) lebih lanjut menemukan bahwa toleransi risiko keuangan dapat diukur dengan dua dimensi saja, yaitu *risk capacity* dan *risk attitude*.

Risk attitude diukur melalui beberapa pertanyaan mengenai serangkaian skenario tentang bagaimana sikap investor dalam kesediaannya menanggung risiko, seperti bagaimana sikap dalam memilih *trade-off* risiko/return yang disukai atau bagaimana sikap dalam menerima taruhan dengan sejumlah keuntungan atau kerugian (Cordell, 2002). Namun *risk attitudes* dapat juga dilihat dari karakteristik pribadi seperti usia dan jenis kelamin (Dohmen *et al.*,2005).

Risk capacity mengacu pada kemampuan keuangan klien untuk menanggung risiko dimulai dengan menentukan usia klien dan tanggung jawab dalam keluarga (Cordell, 2002). Cavezzali dan Rigoni (2012) menemukan beberapa variabel kapasitas risiko yang signifikan berdasarkan karakter individu, yaitu usia, jumlah tanggungan dan *income*.

Risk tolerance assessment yang cukup populer dan banyak digunakan peneliti adalah Finametrica dari Australia. *Risk tolerance assessment* yang memuat multidimensi risiko baru dikembangkan oleh Cooper, Kingyens dan

Paradi (2014), sehingga perlu dieksplorasi lebih jauh lagi untuk pengembangan dengan karakteristik responden yang beragam.

Penelitian mengenai toleransi risiko keuangan pada negara-negara berkembang seperti negara-negara di Asia Tenggara juga belum beragam, kebanyakan peneliti hanya menguji toleransi risiko keuangan dengan pengaruh faktor sosiodemografi. Seperti penelitian yang dilakukan di Malaysia oleh Duasa dan Yusof (2013) dalam menilai toleransi risiko pada kepemilikan asset individual di Malaysia, dengan menggunakan toleransi risiko sebagai variabel dependen dan faktor-faktor sosioekonomi sebagai variabel independen. Penelitian lain dilakukan oleh Chuan *et al.*, (2012) terhadap masyarakat urban *Chinese* di Malaysia dengan menguji toleransi risiko berdasarkan dua faktor demografi, yaitu; (1) demografi non keuangan, yaitu usia, jenis kelamin dan pendidikan, (2) demografi keuangan, yaitu pengetahuan keuangan dan kepuasan finansial.

Di Taiwan, penelitian dilakukan oleh Chen, Cheng dan Lee (2011) mengenai perilaku investor Taiwan dalam membuat keputusan investasi terhadap alokasi aset, di mana toleransi risiko ditentukan sebagai variabel independen, yaitu salah satu faktor penentu keputusan investasi.

Di Indonesia, penelitian dilakukan oleh Putra *et al.*, (2016) dengan menguji toleransi risiko keuangan sebagai salah satu variabel independen dalam pemilihan keputusan investasi. Penelitian lainnya dilakukan juga oleh Leon dan Aprilia (2018) yang menilai toleransi risiko berdasarkan karakteristik *gender*.

Berdasarkan penelitian-penelitian yang ada tersebut, dapat dilihat bahwa terdapat celah penelitian, di mana penelitian toleransi risiko keuangan dengan

mengkombinasikan faktor sosiodemografi dan multidimensi risiko belum pernah dilakukan sebelumnya terhadap responden di Negara Asia Tenggara termasuk Indonesia. Dimungkinkan negara-negara dengan karakteristik sosiodemografi yang sama memiliki karakteristik toleransi risiko yang sama pula, seperti yang dikemukakan oleh Bouchouicha dan Vieider (2019) bahwa negara-negara miskin akan menunjukkan tingkat toleransi risiko yang lebih tinggi dibandingkan negara-negara kaya, dikombinasikan dengan korelasi positif di dalam negeri antara toleransi risiko dan pendapatan yang biasanya ditemukan sehingga menghasilkan paradoks *risk income*.

Lebih lanjut lagi, penelitian toleransi risiko keuangan dengan melihat dari faktor sosiodemografi perlu juga dilakukan pembaharuan dari sisi data, mengingat faktor tersebut tidak bersifat konstan dan terus berubah sesuai dengan kondisi dan situasi terkini, terutama dari faktor usia, di mana pada saat penelitian ini dilakukan, usia investor Indonesia didominasi oleh usia muda. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) mencatat data demografi investor di Indonesia saat ini didominasi oleh pria (59.13%), berusia 21-30 tahun (39.72%), dengan status pekerjaan Pegawai Swasta (58.27%) dan berpendidikan Sarjana (51.42%) (Berita Pers: KSEI, 2018).

Ardehali, Paradi dan Asmild (2005) pertama kali menggunakan metode *Data Envelopment Analysis* (DEA) dalam penelitian mengenai toleransi risiko keuangan. *Data Envelopment Analysis* (DEA) adalah pendekatan nonparametrik untuk mengevaluasi efisiensi relatif dari *Decision Making Units/DMU* (Cooper, Park dan Yu, 1999), di mana dalam penilaian toleransi risiko, DMU yang

dimaksud adalah para investor. Pengukuran DEA dilakukan untuk membentuk profil perilaku toleransi risiko investor, di mana investor dengan toleransi risiko paling tinggi (*risk seeker*) akan membentuk suatu garis batas (*frontier*), dan investor dengan toleransi risiko rendah (*risk averse*) akan berada di sisi terjauh dari *frontier* tersebut (Ardehali, Paradi dan Asmild, 2005).

Berdasarkan hal tersebut, maka penulis tertarik untuk menganalisa toleransi risiko keuangan baik melalui pendekatan faktor sosiodemografi, maupun dengan pendekatan multidimensi risiko yang diadaptasi dari penelitian Cordell (2002) yaitu *risk attitudes* dan *risk capacity*, dengan mengeksplorasi metode *Data Envelopment Analysis* sebagai salah satu alat uji. Penulis mengasumsikan bahwa ada keterkaitan antara faktor sosiodemografi dengan multidimensi risiko (*risk attitude* dan *risk capacity*) yang secara tidak langsung akan berpengaruh terhadap toleransi risiko keuangan.

Dengan demikian, penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menguji pengaruh faktor sosiodemografi baik secara langsung maupun secara tidak langsung terhadap toleransi risiko keuangan yang dimediasi oleh *risk attitude* dan *risk capacity*. *Risk attitude* akan bertindak sebagai variabel *intervening* dalam memediasi usia dan jenis kelamin terhadap toleransi risiko keuangan, dan *risk capacity* bertindak sebagai variabel *intervening* untuk memediasi usia dan pendapatan terhadap toleransi risiko keuangan. Sedangkan faktor sosiodemografi lainnya yaitu tingkat pendidikan, status pernikahan dan suku bangsa akan diuji secara langsung terhadap toleransi risiko keuangan. Kemudian *Data Envelopment*

Analysis (DEA) digunakan untuk menilai dan menganalisa skor toleransi risiko keuangan para investor di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang dikemukakan di atas, maka rumusan masalah adalah:

1. Apakah sosiodemografi memiliki pengaruh pada toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
 - a. Apakah usia memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
 - b. Apakah jenis kelamin memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
 - c. Apakah tingkat pendidikan memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
 - d. Apakah status pernikahan memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
 - e. Apakah pendapatan memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
 - f. Apakah suku bangsa memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia?
2. Apakah multidimensi risiko memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor Indonesia?

- a. Apakah *risk attitude* memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor Indonesia?
- b. Apakah *risk capacity* memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor Indonesia?
3. Apakah sosiodemografi memiliki pengaruh terhadap multidimensi risiko?
 - a. Apakah usia memiliki pengaruh terhadap *risk attitude*?
 - b. Apakah jenis kelamin memiliki pengaruh terhadap *risk attitude*?
 - c. Apakah usia memiliki pengaruh langsung terhadap *risk capacity*?
 - d. Apakah pendapatan memiliki pengaruh terhadap *risk capacity*?
4. Apakah sosiodemografi memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor yang dimediasi oleh multidimensi risiko?
 - a. Apakah usia memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk attitude*?
 - b. Apakah jenis kelamin memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk attitude*?
 - c. Apakah usia memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk capacity*?
 - d. Apakah pendapatan memiliki pengaruh terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk capacity*?
5. Apakah *Data Envelopment Analysis* (DEA) menunjukkan bahwa sebagian besar investor Indonesia memiliki toleransi risiko keuangan tinggi (skor=1)?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dikemukakan di atas, maka tujuan dari penelitian ini ditetapkan sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh sosiodemografi terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
 - a. Untuk mengetahui pengaruh usia terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
 - b. Untuk mengetahui pengaruh jenis kelamin terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
 - c. Untuk mengetahui pengaruh tingkat pendidikan terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
 - d. Untuk mengetahui pengaruh status pernikahan terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
 - e. Untuk mengetahui pengaruh pendapatan terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
 - f. Untuk mengetahui pengaruh suku bangsa terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia
2. Untuk mengetahui pengaruh multidimensi risiko terhadap toleransi risiko keuangan investor Indonesia
 - a. Untuk mengetahui pengaruh *risk attitude* terhadap toleransi risiko keuangan investor Indonesia
 - b. Untuk mengetahui pengaruh *risk capacity* terhadap toleransi risiko keuangan investor Indonesia

3. Untuk mengetahui pengaruh sosiodemografi terhadap multidimensi risiko
 - a. Untuk mengetahui pengaruh usia memiliki terhadap *risk attitude*.
 - b. Untuk mengetahui pengaruh jenis kelamin terhadap *risk attitude*.
 - c. Untuk mengetahui pengaruh usia terhadap *risk capacity*.
 - d. Untuk mengetahui pengaruh pendapatan terhadap *risk capacity*.
4. Untuk mengetahui pengaruh faktor sosiodemografi terhadap toleransi risiko keuangan yang dimediasi oleh multidimensi risiko.
 - a. Untuk mengetahui pengaruh usia terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk attitude*.
 - b. Untuk mengetahui pengaruh jenis kelamin terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk attitude*.
 - c. Untuk mengetahui pengaruh usia terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk capacity*.
 - d. Untuk mengetahui pengaruh pendapatan terhadap toleransi risiko keuangan investor di Indonesia yang dimediasi oleh *risk capacity*.
5. Untuk mengetahui apakah sebagian besar investor Indonesia memiliki toleransi risiko keuangan tinggi (skor=1) dengan pengukuran *Data Envelopment Analysis (DEA)*.

1.4. Manfaat Penelitian

Melalui penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

- Hasil penelitian ini dapat memberikan bukti empiris dan konfirmasi konsistensi dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya.
- Dapat memberikan tambahan informasi dan menimbulkan inisiatif untuk penelitian-penelitian dibidang ilmu manajemen khususnya dalam memperkaya khasanah keilmuan terutama dalam menjelaskan mengenai teori pengambilan keputusan investasi khususnya terhadap toleransi resiko.

2. Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan bermanfaat secara praktis terutama bagi investor dalam menilai toleransi risiko keuangan pribadi mereka untuk membuat keputusan investasi yang terbaik, dan bagi manajer portfolio maupun penasihat keuangan dalam menilai profil risiko para investor dan juga toleransi risiko keuangan klien mereka agar dapat memberikan saran yang akurat dalam mencapai tujuan investasi yang diharapkan.