KECENDERUNGAN PENGAMBILAN RISIKO FINANSIAL SPEKULATIF PADA INVESTOR SAHAM SYARIAH DI MAKASSAR, INDONESIA: ASOSIASI DENGAN LITERASI KEUANGAN ISLAM, OVERCONFIDENCE, DAN HERDING BEHAVIOR

Oleh
Mashur Naufal Hamid[1], Andi Iqra Pradipta Natsir[2], Ismail Kadir H Palladjarang[3] & Muhammad Fatih Athallah Dampang[4]
[1,2,3,4]Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Hasanuddin, Makassar, Indonesia
Email: [1]mashurnaufal@unhas.ac.id

Abstrak

Tujuan – Penelitian ini bertujuan menguji hubungan literasi keuangan Islam, *overconfidence*, dan *herding behavior* dengan kecenderungan pengambilan risiko finansial spekulatif pada investor saham syariah. Penelitian ini juga membandingkan kekuatan relatif hubungan ketiga faktor tersebut. Desain/metodologi/pendekatan – Data primer dikumpulkan melalui kuesioner daring dari 220 investor saham syariah di Makassar, Indonesia, yang dipilih secara purposif. Data dianalisis menggunakan *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (PLS-SEM). Temuan – Tiga hipotesis diajukan dan seluruhnya didukung. Literasi keuangan Islam berhubungan negatif dengan kecenderungan pengambilan risiko finansial spekulatif, sedangkan *overconfidence* dan *herding behavior* berhubungan positif. *Overconfidence* menunjukkan hubungan paling kuat di antara ketiga faktor, dan model secara keseluruhan menjelaskan 16% variasi kecenderungan pengambilan risiko finansial spekulatif. Implikasi praktis – Edukasi investor saham syariah dapat dirancang tidak hanya untuk menjelaskan status syariah suatu instrumen, tetapi juga untuk melatih kemampuan menilai risiko, merefleksikan keyakinan diri, dan menyaring informasi dari investor lain. Orisinalitas/nilai – Kajian perilaku investor saham syariah selama ini lebih banyak berfokus pada keputusan investasi. Penelitian ini menguji secara bersamaan tiga faktor perilaku terhadap dimensi spekulatif dari pengambilan risiko finansial, sehingga memberikan pemahaman yang lebih spesifik tentang orientasi risiko investor saham syariah.

Kata Kunci: ***Literasi keuangan Islam, Overconfidence, Herding behavior, Pengambilan risiko finansial, Risiko spekulatif, Saham syariah, Indonesia***

PENDAHULUAN

Saham syariah bukan segmen kecil di pasar modal Indonesia. Pada 2022, sekitar 65% emiten di Bursa Efek Indonesia tergolong memenuhi kriteria syariah dan menyumbang 53% volume perdagangan tahunan (Li et al., 2026). Kelayakan tersebut ditetapkan melalui Daftar Efek Syariah (DES) berdasarkan kegiatan usaha dan karakteristik keuangan emiten (Otoritas Jasa Keuangan [OJK], 2025). Karena kriteria itu mencakup sebagian besar pasar, investor yang memegang saham syariah pun merupakan kelompok yang luas dan beragam. Label syariah menerangkan sifat asetnya, tetapi tidak menerangkan cara pemiliknya menimbang ketidakpastian, menyikapi fluktuasi harga, atau menerima kemungkinan rugi.

Beberapa penelitian yang tersedia menyebutkan bahwa untuk tidak menyamakan status syariah suatu aset dengan rendahnya risiko. Tinjauan sistematis Delle Foglie dan Panetta (2020) tidak menemukan konsensus mengenai peran indeks saham syariah sebagai *safe haven*. Indeks Dow Jones Islamic Market di sejumlah negara maju bahkan memperlihatkan episode gelembung harga (Saritas et al., 2026), sedangkan *herding* pada tingkat pasar juga terdeteksi pada saham syariah di kawasan Teluk dan menguat selama pandemi COVID-19 (Loang dan Ahmad, 2023). Pada tingkat individu, orientasi

keislaman investor pun tidak memetakan pilihan asetnya secara sederhana. Di negara Pakistan misalnya, religiusitas berasosiasi positif dengan keputusan berinvestasi, baik pada saham syariah maupun nonsyariah (Ali et al., 2025). Bukti-bukti ini berasal dari konteks dan tingkat analisis yang berbeda, tetapi menunjuk ke arah yang sama: penyaringan syariah membentuk himpunan aset, bukan keseragaman orientasi risiko para investornya.

Persoalan tersebut menuntut pemisahan tiga jenis penilaian. Penilaian pertama menyangkut kelayakan efek, yang ditetapkan melalui DES. Penilaian kedua menyangkut mekanisme transaksi, yang antara lain diatur dalam Fatwa DSN-MUI No. 80/DSN-MUI/III/2011 (Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia [DSN-MUI], 2011). Penilaian ketiga menyangkut kesediaan individu menerima risiko finansial, yang termasuk wilayah psikologi investor. Dua penilaian pertama bersifat normatif dan tidak cukup untuk menyimpulkan penilaian ketiga. Pemisahan ini juga penting secara terminologis. Dalam wacana fikih muamalah, status spekulasi masih diperdebatkan, dan perdagangan jangka sangat pendek yang berisiko tinggi tidak serta-merta dinilai mengandung *maisir* atau *gharar* apabila didasarkan pada analisis yang memadai (Nik Abdul Ghani et al., 2026). Karena itu, istilah spekulatif dalam penelitian ini dipakai dalam pengertian psikometrik, bukan sebagai penilaian hukum atas transaksi.

Orientasi risiko individual tersebut ditelaah melalui dimensi *Speculative Risk* dari *Financial Risk-Taking* (FRT-SR), yang berasal dari pengukuran pengambilan risiko finansial Lampenius dan Zickar (2005) dan digunakan kembali oleh Park et al. (2020). FRT-SR menangkap ketertarikan yang dilaporkan sendiri terhadap peluang investasi berisiko tinggi dengan potensi imbal hasil besar, termasuk preferensi pada saham yang harganya berfluktuasi tajam dan sensasi yang menyertai kegiatan berinvestasi. Pada sampel mahasiswa di Korea Selatan, skor FRT-SR berkorelasi dengan *sensation seeking* dan dengan perilaku berisiko dalam tugas laboratorium (Park et al., 2020). FRT-SR dengan demikian merupakan disposisi yang relevan secara perilaku, tetapi tetap bukan catatan transaksi. Konstruk ini juga lebih sempit daripada toleransi risiko finansial umum dan berbeda dari keputusan investasi, yang menanyakan pilihan atau tindakan berinvestasi.

Literatur keuangan Islam sebenarnya sudah menyentuh faktor psikologis investor, tetapi dengan variabel hasil yang beragam. Kajian saham syariah selama ini lebih banyak membandingkan indeks syariah dan konvensional pada tingkat pasar (Delle Foglie dan Panetta, 2020). Riset perilaku dalam keuangan Islam pun cenderung bertumpu pada model niat dan sikap, terutama *theory of planned behaviour* dan *theory of reasoned action* (Juisin dan Amin, 2026). Studi tingkat investor yang memakai kerangka keuangan perilaku umumnya mengarah pada keputusan investasi. Fauzah dan Amaliyah (2023) mengkaji literasi keuangan Islam bersama bias perilaku dalam keputusan investasi di pasar modal syariah, sedangkan Rozak et al. (2024) melaporkan asosiasi positif *overconfidence* dan *herding* dengan keputusan investasi pada 300 investor milenial pengguna platform investasi syariah. Abadi dan Wicaksono (2024) memasukkan toleransi risiko sebagai salah satu aspek yang berkaitan dengan keputusan dan kepuasan investor saham syariah. Di luar konteks investasi, literasi keuangan Islam juga diteliti dalam kajian persepsi inklusi keuangan Islam pada masyarakat umum (Khamis et al., 2024).

Ketika variabel hasil berubah, arah hubungan pun dapat bergeser. Islam et al. (2024) menemukan bahwa *overconfidence* berasosiasi positif dengan *financial risk propensity*, tetapi *herding* justru berasosiasi negatif dengan variabel hasil yang sama, berlawanan dengan arah yang dilaporkan Rozak et al. (2024) untuk keputusan investasi.

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

Untuk literasi, kajian pada mahasiswa di Jerman mendapati bahwa literasi keuangan umum yang lebih tinggi berjalan seiring dengan lebih sedikitnya pilihan investasi yang bias (Ashfaq dan Shafique, 2024). Temuan itu menyangkut bias kognitif, bukan orientasi risiko, dan literasi keuangan umum, bukan literasi keuangan Islam. Ketiga konstruk penjelas memang sudah diteliti, tetapi temuan tentang keputusan investasi, kepuasan, inklusi, bias kognitif, dan *risk propensity* umum tidak dapat langsung dipindahkan ke FRT-SR.

Persoalan yang belum cukup terjawab karena itu bukan apakah literasi keuangan Islam, *overconfidence*, dan *herding* pernah diteliti, melainkan bagaimana ketiganya bersama-sama berhubungan dengan dimensi FRT-SR yang spesifik pada investor individual saham syariah. Kesenjangan ini terletak pada ketepatan variabel hasil. Penelitian ini mengujinya pada investor saham syariah yang berdomisili di Makassar, Indonesia; lokasi tersebut berfungsi sebagai batas pengujian empiris, bukan sebagai klaim kebaruan.

Penelitian ini menempatkan ketiga konstruk sebagai tiga domain yang berbeda sumber penilaiannya. Literasi keuangan Islam mewakili domain pengetahuan dan evaluasi, *overconfidence* mewakili penilaian atas kemampuan diri, dan *herding* mewakili ketergantungan pada informasi sosial. Kontribusi yang diharapkan ada dua. Pertama, kajian keuangan perilaku diperluas dari keputusan investasi dan toleransi risiko umum ke variabel hasil yang lebih spesifik, yaitu FRT-SR. Kedua, ketiga domain dibandingkan dalam satu model asosiatif pada investor yang memilih aset tersaring syariah. Penelitian ini tidak menilai kepatuhan syariah investor dan tidak mengidentifikasi transaksi spekulatif aktual; yang diuji adalah asosiasi antarukuran laporan diri. Dengan batas tersebut, penelitian ini bertujuan menguji hubungan literasi keuangan Islam (*Islamic financial literacy*), *overconfidence*, dan *herding behavior* dengan dimensi *Speculative Risk* dari *Financial Risk-Taking* pada investor individual saham syariah di Makassar, Indonesia.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Perspektif Keuangan Perilaku dan Pengambilan Risiko Finansial Spekulatif

Keuangan perilaku berangkat dari pengamatan bahwa investor tidak selalu menilai peluang investasi berdasarkan informasi yang lengkap dan perhitungan imbal hasil serta risiko yang sepenuhnya rasional. Penilaian mereka juga dibentuk oleh apa yang mereka ketahui, keyakinan tentang kemampuan sendiri, dan tindakan orang lain yang mereka amati (Banerjee, 1992; Bikhchandani et al., 1992; Daniel et al., 1998). Ketiga sumber penilaian itu tidak bekerja searah. Pengetahuan dapat mendorong evaluasi yang lebih cermat, keyakinan atas kemampuan diri dapat memperbesar rasa mampu mengendalikan hasil, sedangkan informasi dari orang lain dapat memperkuat ataupun menahan pengambilan risiko, tergantung pada isinya. Karena itu, keuangan perilaku dalam penelitian ini berfungsi sebagai payung analitis yang menaungi beberapa mekanisme dengan literaturnya masing-masing, bukan sebagai satu teori yang meramalkan seluruh hubungan sekaligus.

Di bawah payung tersebut, penelitian ini membedakan tiga domain penjelas berdasarkan sumber penilaiannya. Literasi keuangan Islam (IFL) mewakili domain pengetahuan dan evaluasi, yaitu pemahaman tentang prinsip dan instrumen keuangan yang sesuai syariah (Khamis et al., 2024). *Overconfidence* (OC) mewakili domain penilaian diri, yakni kecenderungan menilai pengetahuan, ketepatan informasi, atau kemampuan sendiri secara berlebihan (Daniel et al., 1998). *Herding behavior* (HB) mewakili domain informasi sosial, yaitu kecenderungan menimbang dan mengikuti keputusan pelaku pasar lain (Banerjee, 1992; Bikhchandani et al., 1992). Pembedaan ini memungkinkan ketiga domain

dibandingkan tanpa mengandaikan bahwa ketiganya berasal dari proses psikologis yang sama.

Ketiga domain itu dihubungkan dengan satu variabel hasil, yaitu FRT-SR. Pemilihan variabel hasil yang spesifik ini sejalan dengan pandangan bahwa sikap terhadap risiko tidak seragam lintas ranah kehidupan; seseorang dapat berani mengambil risiko di satu ranah dan berhati-hati di ranah lain (Weber et al., 2002). Pengukuran *financial risk-taking* yang dikembangkan Lampenius dan Zickar (2005) membedakan dimensi *Speculative Risk*, yakni kesediaan menerima risiko tinggi demi imbal hasil tinggi, dari dimensi pengendalian risiko. Dimensi spekulatif inilah yang paling dekat dengan persoalan penelitian karena menangkap daya tarik peluang yang volatil, harapan akan imbal hasil besar, dan sensasi yang menyertai kegiatan berinvestasi. Subbagian berikut mengembangkan ekspektasi arah untuk setiap domain secara terpisah.

2.2 Literasi Keuangan Islam dan Pengambilan Risiko Finansial Spekulatif

Literasi keuangan Islam merujuk pada pengetahuan dan keterampilan yang dibutuhkan untuk mengelola urusan keuangan sesuai prinsip Islam (Khamis et al., 2024). Konstruk ini berbeda dari literasi keuangan umum, yang biasanya menyangkut numerasi dan konsep dasar seperti bunga majemuk, inflasi, nilai waktu uang, serta perbedaan saham dan obligasi (van Rooij et al., 2011). Literasi keuangan Islam menambahkan lapisan normatif dan kontraktual, termasuk pemahaman tentang larangan ketidakpastian yang berlebihan (*gharar*) dan pemeliharaan harta, serta peran pengetahuan itu dalam menghindari transaksi yang dilarang (Khamis et al., 2024). Karena perbedaan ini, temuan tentang literasi keuangan umum hanya dapat diperlakukan sebagai bukti terkait, bukan bukti langsung tentang IFL.

Hubungan negatif antara IFL dan FRT-SR dapat diharapkan melalui disiplin evaluatif. Investor yang memahami prinsip keuangan Islam lebih mungkin memperhatikan ketidakpastian, kejelasan akad, dan keberlanjutan sumber daya finansialnya ketika menimbang suatu peluang. Perhatian seperti itu cenderung mengarahkan penilaian pada perbandingan antara imbal hasil yang diharapkan dan kemungkinan rugi, bukan pada daya tarik sesaat dari kenaikan harga yang tajam. Akibatnya, unsur-unsur inti FRT-SR, yaitu sensasi berinvestasi, ketertarikan pada fluktuasi harga yang besar, dan kesediaan mengejar imbal hasil tinggi meskipun berisiko tinggi, diperkirakan mendapat bobot lebih kecil pada investor dengan IFL yang lebih tinggi.

Bukti terkait memberi dasar bagi mekanisme tersebut, meskipun belum menyangkut IFL dan FRT-SR secara langsung. Pada mahasiswa di Jerman, literasi keuangan umum yang lebih tinggi berjalan seiring dengan lebih sedikitnya pilihan investasi yang bias (Ashfaq dan Shafique, 2024). Pada rumah tangga di Belanda, hampir semua investor dengan literasi keuangan tinggi mencapai diversifikasi portofolio yang wajar, sedangkan investor berliterasi rendah yang hanya mengandalkan penilaian sendiri menanggung kerugian ekspektasian terbesar akibat diversifikasi yang kurang (von Gaudecker, 2015). Dalam konteks keuangan Islam, IFL telah dikaji bersama bias perilaku dalam keputusan investasi di pasar modal syariah (Fauzah dan Amaliyah, 2023) dan dalam persepsi inklusi keuangan Islam (Khamis et al., 2024). Bukti-bukti ini menunjukkan bahwa pengetahuan keuangan berkaitan dengan mutu penilaian investasi, tetapi belum menjawab apakah IFL berkaitan dengan orientasi terhadap risiko spekulatif.

Ekspektasi negatif ini juga memiliki batas yang jelas. Literasi keuangan tidak identik dengan penghindaran risiko: individu berliterasi rendah justru jauh lebih kecil kemungkinannya berinvestasi di saham (van Rooij et al., 2011), sehingga pengetahuan dapat membuat seseorang lebih bersedia menerima

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

risiko pasar yang terukur. Keuangan Islam sendiri bertumpu pada pengambilan dan pembagian risiko, bukan pada penolakan risiko komersial (Salisu dan Shaik, 2022), dan transaksi berisiko tinggi tidak otomatis tergolong *maisir* atau *gharar* (Nik Abdul Ghani et al., 2026). Oleh sebab itu, ekspektasi dalam penelitian ini tidak menyangkut partisipasi di pasar saham atau penerimaan risiko usaha secara umum, melainkan komponen spekulatif yang ditangkap FRT-SR. Pada komponen inilah disiplin evaluatif yang terkait dengan IFL secara teoretis paling mungkin berasosiasi dengan ketertarikan yang lebih rendah.

H1: Literasi keuangan Islam berasosiasi negatif dengan dimensi *Speculative Risk* dari kecenderungan pengambilan risiko finansial pada investor individual saham syariah di Makassar, Indonesia.

2.3 Overconfidence dan Pengambilan Risiko Finansial Spekulatif

Overconfidence adalah kecenderungan menilai pengetahuan, ketepatan informasi, atau kemampuan sendiri lebih tinggi daripada yang dibenarkan oleh keadaan. Daniel et al. (1998) memodelkan investor yang terlalu yakin pada ketepatan informasi privatnya dan mengalami bias atribusi diri: keberhasilan dianggap bukti kemampuan, sedangkan kegagalan dianggap kebetulan. Model teoretis yang dibangun di atas asumsi semacam ini meramalkan bahwa investor yang *overconfident* akan berdagang secara berlebihan (Barber dan Odean, 2001).

Dari sisi orientasi risiko, *overconfidence* dapat berasosiasi dengan FRT-SR melalui rasa memiliki keunggulan informasi. Investor yang menilai dirinya lebih cakap daripada investor lain cenderung melihat peluang yang volatil sebagai arena tempat kemampuan analitisnya memberi keuntungan. Keyakinan itu memperbesar rasa mampu mengantisipasi pergerakan harga dan mengelola kemungkinan rugi, sehingga peluang dengan imbal hasil tinggi dan ketidakpastian besar tampak lebih menarik daripada bagi investor yang menilai dirinya secara lebih moderat.

Bukti empiris dari berbagai konteks mengarah pada pola yang serupa, meskipun variabel hasilnya berbeda. Dengan memakai gender sebagai proksi *overconfidence*, Barber dan Odean (2001) mendapati bahwa investor laki-laki berdagang 45% lebih banyak daripada perempuan dan kehilangan imbal hasil bersih yang lebih besar akibat perdagangan itu. Glaser dan Weber (2007) menghubungkan skor psikometrik dengan data transaksi dan menemukan bahwa investor yang menilai keterampilan atau kinerjanya di atas rata-rata berdagang lebih banyak. Pada tingkat orientasi, Islam et al. (2024) melaporkan asosiasi positif antara *overconfidence* dan *financial risk propensity* pada 203 investor di India, sedangkan pada pengguna platform investasi syariah di Jawa Barat, Rozak et al. (2024) menemukan asosiasi positif *overconfidence* dengan keputusan investasi. Volume perdagangan, *risk propensity*, dan keputusan investasi bukan variabel hasil yang sama dengan FRT-SR, tetapi kesamaan arahnya memperkuat dugaan bahwa penilaian diri yang tinggi menyertai kesediaan menanggung risiko yang lebih besar.

Pola tersebut juga tidak berarti bahwa *overconfidence* merupakan konstruk tunggal. Glaser dan Weber (2007) menunjukkan bahwa, berbeda dengan penilaian di atas rata-rata, ukuran miskalibrasi tidak berhubungan dengan volume perdagangan. Pembedaan ini penting karena *overconfidence* yang dikaji di sini lebih dekat dengan penilaian atas kompetensi dan keunggulan diri daripada miskalibrasi yang diukur secara objektif. Dengan batas tersebut, ekspektasi yang diajukan menyangkut asosiasi antara penilaian diri yang tinggi dan ketertarikan pada risiko spekulatif, bukan kesalahan prediksi investor.

H2: *Overconfidence* berasosiasi positif dengan dimensi *Speculative Risk* dari kecenderungan pengambilan risiko finansial

pada investor individual saham syariah di Makassar, Indonesia.

2.4 Herding Behavior dan Pengambilan Risiko Finansial Spekulatif

Herding behavior merujuk pada kecenderungan investor menimbang, mengandalkan, atau mengikuti keputusan pelaku pasar lain. Banerjee (1992) dan Bikhchandani et al. (1992) menunjukkan bahwa ketika informasi terbatas, individu dapat secara rasional mengikuti tindakan orang sebelumnya dan mengesampingkan informasi pribadinya, sehingga terbentuk *informational cascade* meskipun informasi yang tersimpul dari tindakan orang lain tidak lengkap. Bikhchandani dan Sharma (2000) menambahkan pembedaan antara *herding* yang disengaja, yaitu meniru orang lain, dan *herding* semu, yaitu keputusan serupa yang muncul karena investor menghadapi informasi dan persoalan yang sama. Kerangka-kerangka ini menjelaskan mengapa investor bergantung pada informasi sosial, tetapi tidak menentukan apakah ketergantungan itu meningkatkan atau menurunkan pengambilan risiko.

Asosiasi positif dengan FRT-SR dapat diharapkan ketika informasi sosial menonjolkan peluang keuntungan. Diskusi antarinvestor tentang saham yang harganya naik cepat atau peluang keuntungan besar membuat peluang semacam itu lebih menonjol bagi investor yang banyak mengandalkan orang lain. Antusiasme kelompok dapat dibaca sebagai pembenaran atas daya tarik suatu investasi, sementara penilaian mandiri atas ketidakpastian mendapat bobot lebih kecil. Pola ini sejalan dengan asosiasi positif *herding* dengan keputusan investasi pada investor milenial pengguna platform investasi syariah (Rozak et al., 2024). Pada tingkat pasar, *herding* juga terdeteksi pada saham syariah di kawasan Teluk dan menguat selama pandemi COVID-19 (Loang dan Ahmad, 2023). Bukti tingkat pasar ini menyangkut keseragaman pergerakan *return*, bukan *herding* individual yang dilaporkan sendiri, sehingga fungsinya sebatas menunjukkan bahwa penyaringan syariah tidak menghilangkan perilaku kolektif.

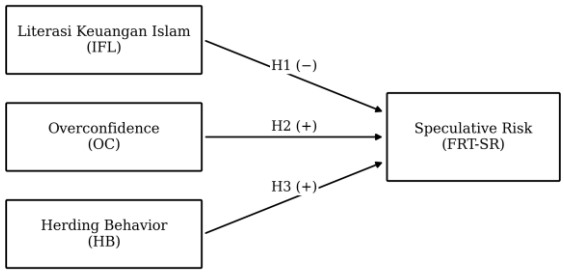
Bukti lain justru menunjuk arah sebaliknya. Islam et al. (2024) melaporkan asosiasi negatif antara *herding* dan *financial risk propensity*, bukti tandingan yang paling dekat dengan variabel hasil penelitian ini. Arah tersebut masuk akal apabila investor meniru pelaku pasar yang konservatif atau mengikuti saran yang bertujuan menghindari kerugian. Mencari saran pun tidak selalu berarti meniru tanpa menilai; rumah tangga yang mengandalkan profesional atau kenalan pribadi untuk nasihat investasi umumnya mencapai diversifikasi yang wajar (von Gaudecker, 2015). Pada tingkat pasar, pola *herding* juga tidak seragam antarnegara dan antarkondisi pasar (Loang dan Ahmad, 2023). Implikasi risiko dari *herding* dengan demikian bergantung pada isi informasi sosial yang diikuti, dan hal ini relevan karena *herding* yang dikaji di sini mencakup pula konsultasi dan pencarian saran, bukan hanya peniruan.

Meskipun bukti empirisnya terbelah, ekspektasi positif tetap memiliki dasar teoretis bagi investor ritel saham. Apabila informasi sosial yang beredar di kalangan investor lebih banyak menonjolkan peluang keuntungan daripada peringatan risiko, ketergantungan yang lebih besar pada informasi tersebut diperkirakan menyertai ketertarikan yang lebih kuat pada peluang volatil berimbal hasil tinggi. Adanya bukti negatif dari Islam et al. (2024) membuat prediksi ini benar-benar dapat diuji: asosiasi yang negatif atau tidak berbeda dari nol akan menjadi bukti yang menentang arah yang diajukan.

H3: *Herding behavior* berasosiasi positif dengan dimensi *Speculative Risk* dari kecenderungan pengambilan risiko finansial pada investor individual saham syariah di Makassar, Indonesia.

Gambar 1 merangkum model penelitian beserta arah ketiga hipotesis.

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)



Gambar 1. Model penelitian

METODE

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan survei kuantitatif *cross sectional*. Data dikumpulkan melalui kuesioner yang diisi sendiri oleh investor individual saham syariah. Model penelitian memuat tiga variabel independen, yaitu IFL, OC, dan HB, serta satu variabel dependen, yaitu FRT-SR. Hubungan antarkonstruk diestimasi dengan *partial least squares structural equation modeling* (PLS-SEM), yang memungkinkan model pengukuran dan model struktural dievaluasi dalam satu kerangka (Hair et al., 2022). Keempat konstruk dispesifikasikan sebagai konstruk reflektif.

3.2 Populasi, Kriteria Partisipan, dan Teknik Sampling

Populasi sasaran adalah investor individual berusia sekurang-kurangnya 18 tahun yang berdomisili di Makassar, Indonesia, pernah berinvestasi pada saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan dana nyata, dan pernah membeli atau memiliki sedikitnya satu saham yang tergolong syariah pada saat investasi dilakukan. Responden diminta menjawab berdasarkan pengalaman investasi pribadi. Penggunaan Sharia Online Trading System (SOTS) tidak disyaratkan. Sampel empiris penelitian ini adalah investor saham syariah di Makassar. Kriteria kepemilikan saham syariah ini membedakan responden dari investor saham pada umumnya: hanya responden yang menyatakan pernah membeli atau memiliki saham syariah yang dapat melanjutkan ke bagian pengukuran (subbagian 3.5), dan seluruh responden analitis melaporkan pengalaman berinvestasi pada saham syariah (subbagian 4.1). Responden direkrut secara purposif melalui media sosial dan komunitas investor saham.

Target minimum ditetapkan sebesar 220 respons yang memenuhi kriteria kelayakan dan kelengkapan pengukuran. Analisis sensitivitas dengan pendekatan regresi tiga prediktor menunjukkan bahwa pada $N = 220$ dan $\alpha = 0{,}05$, efek parsial sekitar $f^2 = 0{,}037$ dapat dideteksi dengan daya uji mendekati 80%. Perhitungan ini merupakan pendekatan dan tidak menjamin daya uji yang sama pada model laten PLS-SEM.

Aturan penghentian rekrutmen ditetapkan sebelum pengumpulan data. Survei ditutup pukul 23.59 WITA pada akhir hari kalender penuh berikutnya setelah jumlah respons yang layak dan lengkap mencapai 220. Penghitungan tersebut dilakukan tanpa memeriksa hubungan antarvariabel, dan penutupan survei tidak didasarkan pada arah koefisien, nilai p, atau dukungan terhadap hipotesis. Seluruh respons yang masuk sampai batas penutupan diikutkan dalam pemeriksaan kualitas data.

3.3 Instrumen Pengukuran

Kuesioner memuat 22 indikator untuk empat konstruk. IFL diukur dengan enam indikator dari Khamis et al. (2024) yang mencakup pengetahuan, kesadaran, dan orientasi terhadap prinsip serta instrumen keuangan Islam. OC diukur dengan enam indikator dan HB dengan lima indikator dari Rozak et al. (2024). Indikator OC mencakup penilaian responden atas pengalaman, kemampuan analisis, keunggulan relatif, dan keyakinan dalam memprediksi kondisi investasi. Indikator HB mencakup perhatian pada informasi dan keputusan investor lain, konsultasi, serta kecenderungan mengikuti tindakan investor lain. FRT-SR diukur dengan lima indikator *Speculative Risk* sebagaimana digunakan Park et al. (2020), yang bersumber dari pengukuran Lampenius dan Zickar (2005).

Seluruh indikator dijawab pada skala persetujuan lima kategori, dari 1 = sangat tidak setuju sampai 5 = sangat setuju, dengan kategori tengah netral. Tidak ada butir yang diberi skor terbalik. Untuk OC dan HB, penggunaan jangkar respons ini merupakan penyesuaian operasional karena artikel sumber tidak merinci jangkar yang digunakan. Daftar lengkap pernyataan dapat disajikan sebagai materi pelengkap.

Ketiga ukuran penjelas memiliki batas cakupan. Skor IFL adalah ukuran laporan diri yang memadukan pengetahuan, kesadaran, dan orientasi perilaku, bukan tes pengetahuan objektif. Dua butirnya juga memiliki keterbatasan isi, yaitu pernyataan tentang penghindaran bunga dalam transaksi pribadi dan penggunaan istilah peminjaman untuk menjelaskan *musyarakah*. Skor OC menangkap penilaian atas kompetensi diri, bukan miskalibrasi terhadap kemampuan objektif, sedangkan sebagian butir HB mencerminkan konsultasi dan pencarian saran. Seluruh indikator sumber dipertahankan dalam spesifikasi pengukuran.

3.4 Adaptasi Bahasa dan Penyusunan Kuesioner

Kuesioner berbahasa Indonesia disusun dari instrumen sumber berbahasa Inggris melalui penerjemahan, pemeriksaan kesepadanan dwibahasa, rekonsiliasi makna, dan penerjemahan balik (*back-translation*) berbantuan kecerdasan buatan. Hasil adaptasi dibandingkan dengan pernyataan sumber, lalu ditinjau dan disetujui peneliti sebelum pengumpulan data. Versi akhir mempertahankan 22 indikator dan kategori respons yang telah ditetapkan.

Prosedur ini merupakan adaptasi bahasa yang pragmatis, bukan validasi lintas budaya formal. Tidak dilakukan panel ahli independen, wawancara kognitif, atau uji coba psikometrik khusus untuk versi Bahasa Indonesia. Kualitas psikometrik instrumen karena itu dinilai melalui evaluasi model pengukuran pada sampel penelitian.

3.5 Prosedur Pengumpulan Data dan Etik Penelitian

Data dikumpulkan melalui kuesioner daring pada Juli–Oktober 2026. Halaman awal kuesioner memuat informasi penelitian dan pernyataan persetujuan sebelum pertanyaan penyaringan. Partisipasi bersifat sukarela, responden dapat berhenti sebelum mengirimkan jawaban, dan data hanya digunakan untuk keperluan penelitian akademik.

Pertanyaan penyaringan menanyakan usia, domisili, pengalaman berinvestasi saham dengan dana nyata, pengalaman membeli atau memiliki saham syariah, dan kesediaan menjawab berdasarkan pengalaman pribadi. Hanya responden yang menyatakan persetujuan dan memenuhi seluruh kriteria yang dapat melanjutkan ke bagian pengukuran. Untuk mengurangi tekanan evaluatif dan sebagian risiko bias metode bersama, instruksi disusun netral, jawaban diperlakukan secara rahasia, indikator dikelompokkan per konstruk, dan arah hipotesis tidak diberitahukan kepada responden.

Kuesioner tidak meminta nama, nomor rekening efek, identitas rekening sekuritas, alamat IP, ataupun dokumen transaksi pribadi, sehingga data dianalisis tanpa identitas pribadi dan dilaporkan secara agregat.

3.6 Pemeriksaan Kualitas Data

Sebelum analisis, data diperiksa untuk memastikan kelengkapan jawaban pada ke-22 indikator dan kewajaran pola respons, termasuk kemungkinan pola jawaban seragam (*straight-lining*) yang lazim diperiksa dalam survei daring (Hair et al., 2022). Analisis menggunakan data lengkap tanpa imputasi. Dataset analitis akhir terdiri atas 220 respons.

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

3.7 Analisis Data Menggunakan PLS-SEM

Model diestimasi dengan SmartPLS 4 dalam dua tahap, yaitu evaluasi model pengukuran lalu evaluasi model struktural (Hair et al., 2022).

Pemilihan PLS-SEM didasarkan pada tiga pertimbangan. Pertama, tujuan penelitian adalah menjelaskan variasi satu variabel hasil, yaitu FRT-SR, dan membandingkan kontribusi relatif setiap prediktornya; tujuan ini sejalan dengan orientasi PLS-SEM pada penjelasan varians konstruk endogen (Hair et al., 2022). Kedua, PLS-SEM tidak mensyaratkan normalitas multivariat, asumsi yang sering tidak terpenuhi pada data survei berbasis skala Likert. Ketiga, PLS-SEM menyediakan evaluasi model pengukuran dan model struktural secara terpadu, termasuk ukuran efek f^2, dalam satu prosedur estimasi (Hair et al., 2022). Pertimbangan-pertimbangan tersebut tetap relevan meskipun model penelitian ini relatif sederhana.

Model pengukuran dievaluasi dengan seluruh 22 indikator reflektif. Reliabilitas indikator dinilai dari *outer loading*, dengan 0,708 sebagai acuan yang diutamakan. Loading 0,40–0,708 dinilai berdasarkan isi indikator dan dampaknya pada kualitas pengukuran, sedangkan loading di bawah 0,40 dianggap sebagai masalah serius. Konsistensi internal dinilai dengan Cronbach's alpha, rho_A, dan *composite reliability* (rho_C) dengan rentang acuan 0,70–0,95, dan validitas konvergen dinilai dengan *average variance extracted* (AVE) minimal 0,50 (Hair et al., 2022). Validitas diskriminan dinilai dengan *heterotrait–monotrait ratio* (HTMT): nilai di bawah 0,85 menjadi acuan konservatif, nilai 0,85–0,90 memerlukan penelaahan tambahan, dan nilai di atas 0,90 menandakan masalah serius (Henseler et al., 2015). Kriteria Fornell–Larcker (Fornell dan Larcker, 1981) dan *cross-loadings* digunakan sebagai pemeriksaan pelengkap. Indikator tidak dihapus untuk memperbaiki koefisien jalur, R^2, atau dukungan terhadap hipotesis.

Model struktural dievaluasi melalui inner VIF untuk memeriksa kolinearitas antarprediktor, koefisien jalur terstandar (β), galat baku bootstrap, statistik t, serta nilai p sebelum dan sesudah koreksi pengujian berganda. Bootstrap menggunakan 10.000 subsampel. Daya penjelas model dinilai dengan R^2 dan R^2 terkoreksi, sedangkan kontribusi relatif setiap prediktor dinilai dengan ukuran efek f^2 (Hair et al., 2022). Batas persentil bootstrap disajikan pada Lampiran C.

Ketiga hipotesis bersifat berarah: H1 negatif, sedangkan H2 dan H3 positif. Karena itu, pengujian hipotesis menggunakan nilai p bootstrap satu sisi pada $\alpha = 0{,}05$. Koreksi Holm (Holm, 1979) diterapkan pada satu keluarga tiga pengujian (H1–H3): nilai p mentah diurutkan dari yang terkecil lalu dibandingkan secara berurutan dengan $\alpha/3 = 0{,}0167$, $\alpha/2 = 0{,}025$, dan $\alpha = 0{,}05$. Hipotesis dinyatakan didukung apabila koefisien searah dengan hipotesis dan nilai p terkoreksi Holm < 0,05.

Model utama tidak memuat kovariat demografis; variabel profil responden hanya digunakan untuk mendeskripsikan sampel. Potensi bias metode bersama ditangani secara prosedural (subbagian 3.5), dan uji faktor tunggal Harman tidak dijadikan dasar untuk menyatakan ketiadaan bias tersebut.

HASIL PENELITIAN

4.1 Karakteristik Responden

Sampel analitis terdiri atas 220 responden, seluruhnya mencantumkan domisili Makassar. Sebanyak 55,9% responden laki-laki dan 57,7% berpendidikan S1, sedangkan kelompok usia terbanyak adalah 26–30 tahun (31,4%). Karakteristik lainnya disajikan pada Tabel I.

Tabel I. Karakteristik Responden (N = 220)

Karakteristik	n	%
Jenis kelamin		
Laki-laki	123	55,9

Karakteristik	n	%
Perempuan	97	44,1
Kelompok usia		
18–25	57	25,9
26–30	69	31,4
31–40	62	28,2
41–50	22	10,0
51–60	10	4,5
Status pernikahan		
Belum menikah	84	38,2
Menikah	126	57,3
Cerai/Janda/Duda	10	4,5
Pendidikan		
SMA/SMK	42	19,1
D3 (diploma)	16	7,3
S1 (sarjana)	127	57,7
S2 (magister)	35	15,9
Pekerjaan		
Mahasiswa/Pelajar	45	20,5
PNS/ASN	29	13,2
Pegawai BUMN	20	9,1
Karyawan swasta	46	20,9
Profesional (dokter/dosen/konsultan)	21	9,5
Wiraswasta/Pengusaha	45	20,5
Ibu rumah tangga	10	4,5
Pensiunan/Lainnya	4	1,8
Pendapatan per bulan		
< Rp3 juta	54	24,5
Rp3–5 juta	48	21,8
Rp5–10 juta	73	33,2
Rp10–20 juta	32	14,5
> Rp20 juta	13	5,9
Domisili kota/kabupaten		
Makassar	220	100,0

Seluruh responden melaporkan pengalaman berinvestasi pada saham syariah: 57,7% selama 1–3 tahun, 30,0% selama 3–5 tahun, dan 12,3% lebih dari lima tahun. Sebanyak 34,1% responden memiliki portofolio senilai Rp10–50 juta, dan 68,6% bertransaksi 1–5 kali per bulan (Lampiran A). Frekuensi transaksi dilaporkan hanya untuk mendeskripsikan sampel dan tidak digunakan sebagai ukuran perdagangan spekulatif. Responden direkrut melalui media sosial (65,0%) dan komunitas investor (35,0%).

4.2 Evaluasi Model Pengukuran

Evaluasi mencakup seluruh 22 indikator reflektif (Tabel II). Kelima indikator FRT-SR, yang berkode SR1–SR5 dalam dataset, dipadankan menurut urutan kuesioner dengan kode sumber SR4, SR6, SR7, SR8, dan SR9.

Tabel II. Evaluasi Model Pengukuran (N = 220)

Konstruk	Indikator	Loading	α	rho_A	rho_C	AVE
Islamic Financial Literacy	IFL1	0,852	0,894	0,915	0,918	0,651
	IFL2	0,788				
	IFL3	0,780				
	IFL4	0,784				
	IFL5	0,790				
	IFL6	0,842				
Overconfidence	OC1	0,784	0,884	0,896	0,912	0,633
	OC2	0,857				

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

Konstruk	Indikator	Loading	α	rho_A	rho_C	AVE
	OC3	0,732				
	OC4	0,776				
	OC5	0,790				
	OC6	0,826				
Herding Behavior	HB1	0,757	0,883	0,916	0,913	0,677
	HB2	0,821				
	HB3	0,843				
	HB4	0,868				
	HB5	0,821				
FRT-SR	SR4	0,817	0,859	0,860	0,899	0,640
	SR6	0,797				
	SR7	0,770				
	SR8	0,784				
	SR9	0,830				

Catatan. IFL = Islamic Financial Literacy; OC = Overconfidence; HB = Herding Behavior; FRT-SR = dimensi Speculative Risk pada Financial Risk-Taking; α = Cronbach's alpha; rho_A = reliabilitas Dijkstra–Henseler; rho_C = composite reliability. Indikator SR4, SR6, SR7, SR8, dan SR9 dipertahankan sesuai kode sumber.

Seluruh loading (0,732–0,868) melampaui acuan 0,708. Cronbach's alpha (0,859–0,894), rho_A (0,860–0,916), dan rho_C (0,899–0,918) berada dalam rentang acuan, dan AVE (0,633–0,677) melampaui 0,50. Reliabilitas indikator, konsistensi internal, dan validitas konvergen dengan demikian memadai.

Akar kuadrat AVE setiap konstruk (0,795–0,823) lebih besar daripada korelasinya dengan konstruk lain (Tabel III), dan seluruh nilai HTMT (0,076–0,373) berada di bawah 0,85 (Tabel IV). Matriks *cross-loadings* memberikan kesimpulan yang sama (Lampiran B). Validitas diskriminan dengan demikian memadai. HTMT dilaporkan sebagai nilai titik karena interval bootstrap-nya tidak tersedia.

Korelasi antarkonstruk yang rendah juga memberikan indikasi tambahan terkait bias metode bersama. Korelasi laten tertinggi hanya 0,331 (Tabel III) dan HTMT tertinggi 0,373 (Tabel IV). Karena varians metode bersama cenderung menggelembungkan korelasi antarkonstruk (Podsakoff et al., 2003), pola korelasi yang rendah ini tidak sejalan dengan adanya bias metode bersama yang dominan.

Tabel III. Kriteria Fornell–Larcker (N = 220)

Konstruk	IFL	OC	HB	FRT-SR
IFL	0,807			
Overconfidence	−0,083	0,795		
Herding Behavior	−0,064	0,172	0,823	
FRT-SR	−0,199	0,331	0,206	0,800

Catatan. Diagonal = akar kuadrat AVE; nilai lainnya = korelasi variabel laten.

Tabel IV. Validitas Diskriminan berdasarkan HTMT (N = 220)

Konstruk	IFL	OC	HB	FRT-SR
IFL				
Overconfidence	0,113			
Herding Behavior	0,076	0,188		
FRT-SR	0,217	0,373	0,224	

Catatan. Diagonal sengaja dikosongkan. Nilai di bawah diagonal adalah HTMT antar-konstruk.

4.3 Evaluasi Model Struktural dan Pengujian Hipotesis

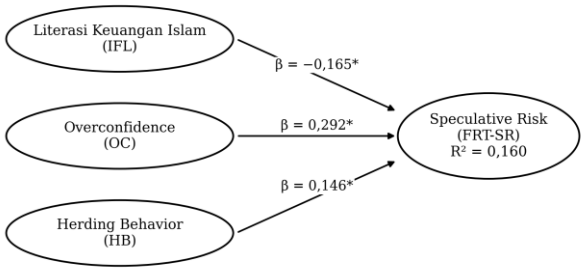
Nilai inner VIF berkisar 1,010–1,036, sehingga tidak ada indikasi kolinearitas antarprediktor. Model menjelaskan 16,0% variasi FRT-SR (R^2 = 0,160; R^2 terkoreksi = 0,148). Ukuran efek ketiga prediktor tergolong kecil (Hair et al., 2022), dengan nilai terbesar pada OC (f^2 = 0,098) (Tabel V).

Tabel V. Model Struktural dan Pengujian Hipotesis (N = 220)

H	Jalur	β	SE	t	p (satu sisi)	p Holm	f^2	Keputusan
H1	IFL → FRT-SR	−0,165	0,093	1,770	0,038	0,038	0,032	Didukung
H2	OC → FRT-SR	0,292	0,071	4,091	<0,001	<0,003	0,098	Didukung
H3	HB → FRT-SR	0,146	0,070	2,072	0,019	0,038	0,024	Didukung

Catatan. IFL = Islamic Financial Literacy; OC = Overconfidence; HB = Herding Behavior; FRT-SR = dimensi Speculative Risk pada Financial Risk-Taking. β = koefisien jalur terstandar; SE = simpangan baku distribusi bootstrap (STDEV pada SmartPLS), yang digunakan sebagai galat baku bootstrap; t = statistik t; p (satu sisi) = nilai p bootstrap satu sisi sebelum koreksi; p Holm = nilai p terkoreksi Holm untuk tiga hipotesis; f^2 = ukuran efek. Untuk H2, SmartPLS menampilkan p = 0,000, sehingga dilaporkan p < 0,001 dan p Holm < 0,003. R^2 FRT-SR = 0,160; R^2 terkoreksi = 0,148; inner VIF: IFL = 1,010; OC = 1,036; HB = 1,033. Batas persentil bootstrap disajikan pada Lampiran C.

Setelah koreksi Holm, ketiga koefisien jalur searah dengan hipotesis dan memenuhi kriteria dukungan (Tabel V). IFL berasosiasi negatif dengan FRT-SR (β = −0,165), sedangkan OC (β = 0,292) dan HB (β = 0,146) berasosiasi positif. Dengan demikian, H1, H2, dan H3 didukung. Gambar 2 menyajikan koefisien jalur dan R^2 model struktural.



Gambar 2. Hasil model struktural (N = 220)

PEMBAHASAN

5.1 Ikhtisar Temuan Utama

Penelitian ini menanyakan bagaimana literasi keuangan Islam, *overconfidence*, dan *herding behavior* berhubungan dengan FRT-SR pada investor individual saham syariah di Makassar, Indonesia. Pola yang muncul tidak searah: IFL berasosiasi negatif dengan FRT-SR, sedangkan OC dan HB berasosiasi positif. Ukuran efek OC relatif lebih besar dibandingkan dua prediktor lainnya, tetapi ketiganya tergolong kecil (Hair et al., 2022), dan perbandingan ini bersifat deskriptif karena selisih antarkoefisien tidak diuji secara formal. Model menangkap bagian yang bermakna tetapi terbatas dari variasi FRT-SR (R^2 = 0,160). Ketiga domain dengan demikian berkaitan dengan orientasi risiko spekulatif melalui arah yang berbeda, sementara sebagian besar variasi orientasi tersebut masih berada di luar model.

5.2 Literasi Keuangan Islam dan FRT-SR

Asosiasi negatif antara IFL dan FRT-SR konsisten dengan kemungkinan bahwa pemahaman yang lebih kuat tentang prinsip keuangan Islam berjalan bersama penilaian peluang investasi yang lebih deliberatif. Investor dengan skor IFL lebih tinggi cenderung kurang tertarik pada sensasi berinvestasi, fluktuasi harga yang tajam, dan imbal hasil besar yang menuntut risiko besar, yaitu unsur-unsur yang menjadi inti FRT-SR. Salah satu penjelasan yang mungkin adalah bahwa pengetahuan tentang ketidakpastian, akad, dan pemeliharaan harta membuat investor

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

lebih sering menimbang kemungkinan rugi di samping harapan untung. Penjelasan ini merupakan tafsiran teoretis; proses evaluasi tersebut tidak diukur secara langsung.

Arah tersebut sejalan dengan bukti terkait dari literatur literasi keuangan umum. Literasi yang lebih tinggi berjalan seiring dengan lebih sedikitnya pilihan investasi yang bias pada mahasiswa di Jerman (Ashfaq dan Shafique, 2024) dan dengan kerugian akibat diversifikasi yang kurang yang lebih kecil pada rumah tangga di Belanda (von Gaudecker, 2015). Kedua studi itu menyangkut mutu keputusan, bukan orientasi risiko, dan literasi umum, bukan IFL. Dalam literatur keuangan Islam, IFL lebih sering dikaji terhadap keputusan investasi, misalnya dengan asosiasi positif pada 190 investor Muslim di pasar modal syariah Indonesia (Fauzah dan Amaliyah, 2023), atau terhadap persepsi inklusi keuangan Islam pada masyarakat umum, tempat IFL berperan sebagai moderator (Khamis et al., 2024). Temuan penelitian ini karena itu bukan replikasi studi-studi tersebut, melainkan perluasan pertanyaan tentang IFL ke variabel hasil yang lebih spesifik.

Arah negatif ini juga perlu dibaca berdampingan dengan bukti bahwa literasi tidak identik dengan penghindaran risiko. Individu berliterasi rendah justru lebih kecil kemungkinannya berinvestasi di saham (van Rooij et al., 2011), dan keuangan Islam sendiri bertumpu pada pengambilan serta pembagian risiko (Salisu dan Shaik, 2022). Kedua bukti itu tidak bertentangan dengan temuan penelitian ini karena FRT-SR tidak mengukur partisipasi pasar atau penerimaan risiko usaha secara umum, melainkan ketertarikan pada komponen spekulatif. Investor berliterasi tinggi dapat tetap berinvestasi di saham sambil kurang tertarik pada peluang yang volatil dan sensasional. Ukuran efeknya kecil ($f^2 = 0{,}032$), dan skor IFL merupakan laporan diri yang memadukan pengetahuan, kesadaran, dan orientasi normatif. Temuan ini karena itu tidak dapat dibaca sebagai bukti bahwa IFL mencegah perilaku spekulatif atau meningkatkan kepatuhan syariah investor.

5.3 Overconfidence dan FRT-SR

Asosiasi positif OC dengan FRT-SR sejalan dengan argumen bahwa penilaian diri yang tinggi menyertai kesediaan menerima risiko yang lebih besar. Investor yang menilai pengalaman, kemampuan analisis, dan kemampuan prediksinya di atas investor lain mungkin memandang peluang yang volatil sebagai situasi tempat keunggulannya dapat dimanfaatkan. Penjelasan ini konsisten dengan model keyakinan berlebih pada informasi privat dan bias atribusi diri (Daniel et al., 1998), meskipun proses tersebut tidak diukur secara langsung.

Arah ini konvergen dengan beberapa jalur bukti yang variabel hasilnya berbeda. Pada tingkat orientasi, *overconfidence* berasosiasi positif dengan *financial risk propensity* pada 203 investor di Jammu dan Kashmir, India (Islam et al., 2024), pembanding terdekat bagi FRT-SR. Pada tingkat perilaku, investor yang menilai keterampilan atau kinerjanya di atas rata-rata berdagang lebih banyak (Glaser dan Weber, 2007), dan gender sebagai proksi *overconfidence* berkaitan dengan perdagangan yang lebih intensif (Barber dan Odean, 2001). Dalam konteks investasi syariah di Jawa Barat, *overconfidence* berasosiasi positif dengan keputusan investasi milenial pengguna platform syariah (Rozak et al., 2024). Kesamaan arah lintas variabel hasil menunjukkan bahwa penilaian diri yang tinggi cenderung muncul bersama orientasi yang lebih agresif, baik pada tingkat sikap maupun perilaku. Konsistensi arah itu tetap tidak dapat diasumsikan untuk setiap variabel hasil dan sampel, karena sebagian besar bukti berasal dari ukuran dan konteks yang berbeda dari FRT-SR.

Ukuran efek OC paling besar di antara ketiga prediktor ($f^2 = 0{,}098$), tetapi tetap tergolong kecil. Salah satu kemungkinan penjelasannya adalah kedekatan isi: butir OC

dan FRT-SR sama-sama berkenaan dengan cara investor memandang dirinya dalam situasi investasi, sedangkan IFL dan HB berkaitan dengan sumber penilaian yang lebih jauh dari disposisi risiko itu sendiri. Kedekatan isi yang sama juga berarti sebagian asosiasi dapat mencerminkan varians metode bersama dari laporan diri. Selain itu, skor OC menangkap persepsi kompetensi dan keunggulan diri, bukan selisih antara keyakinan dan akurasi. Glaser dan Weber (2007) menunjukkan bahwa faset penilaian di atas rata-rata dan faset miskalibrasi berperilaku berbeda terhadap volume perdagangan. Temuan penelitian ini karena itu paling tepat dibaca sebagai asosiasi *perceived overconfidence* dengan FRT-SR, bukan bukti bahwa responden salah menilai kemampuannya.

5.4 Herding Behavior dan FRT-SR

Asosiasi positif HB dengan FRT-SR, dengan ukuran efek terkecil di antara ketiga prediktor (f^2 = 0,024), konsisten dengan kemungkinan bahwa ketergantungan pada informasi dan keputusan investor lain menyertai ketertarikan pada peluang berisiko tinggi. Dalam kerangka *informational cascades*, tindakan pihak lain menjadi sinyal ketika informasi pribadi terbatas (Banerjee, 1992; Bikhchandani et al., 1992). Jika informasi sosial yang beredar menonjolkan peluang keuntungan, ketergantungan yang lebih besar pada informasi tersebut dapat beriringan dengan minat yang lebih tinggi pada peluang volatil. Isi informasi sosial yang diterima responden tidak diukur, sehingga jalur ini tetap merupakan tafsiran.

Temuan ini searah dengan asosiasi positif *herding* dengan keputusan investasi pada investor milenial pengguna platform syariah (Rozak et al., 2024), tetapi berlawanan dengan asosiasi negatif *herding* dengan *financial risk propensity* pada investor di Jammu dan Kashmir, India (Islam et al., 2024). Islam et al. sendiri menafsirkan arah negatif itu sebagai kecenderungan investor mengesampingkan preferensi risikonya dan mengikuti keputusan investor lain. Perbedaan arah ini dapat berkaitan dengan tiga hal. Pertama, variabel hasilnya berbeda: *financial risk propensity*, yang dalam studi tersebut didefinisikan sebagai sikap terhadap risiko ketika memilih atau menghindari pilihan berisiko, mencakup kesediaan mengambil risiko secara lebih luas, sedangkan FRT-SR berfokus pada ketertarikan terhadap volatilitas dan imbal hasil besar. Kedua, arah informasi sosial dapat berbeda antarkonteks; mengikuti kelompok rujukan yang konservatif cenderung menahan pengambilan risiko, sedangkan mengikuti kelompok yang antusias terhadap peluang untung cenderung menaikkannya. Ketiga, *herding* dioperasionalkan secara berbeda antarstudi, termasuk seberapa jauh unsur konsultasi ikut diukur. Bikhchandani dan Sharma (2000) juga mengingatkan bahwa keputusan yang serupa belum tentu berasal dari peniruan, karena investor dapat merespons informasi yang sama secara independen.

Pada tingkat pasar, *herding* terdeteksi pada saham syariah di kawasan Teluk, tetapi polanya berbeda antarnegara dan antarkondisi pasar (Loang dan Ahmad, 2023). Bukti itu menyangkut keseragaman pergerakan *return*, bukan kecenderungan individu, sehingga hanya menunjukkan bahwa perilaku kolektif juga muncul di pasar yang tersaring syariah. Pada tingkat individu, skor HB dalam penelitian ini mencakup konsultasi dan perhatian pada diskusi investor, selain kecenderungan meniru. Mencari saran tidak selalu merugikan; rumah tangga yang mengandalkan profesional atau kenalan untuk nasihat investasi umumnya mencapai diversifikasi yang wajar (von Gaudecker, 2015). Asosiasi positif yang kecil ini karena itu tidak dapat dibaca sebagai bukti bahwa *herding* selalu meningkatkan orientasi spekulatif, apalagi bahwa mengikuti saran merupakan pelanggaran prinsip syariah.

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

5.5 Kontribusi Teoretis, Empiris, dan Kontekstual

Secara teoretis, penelitian ini memperluas kajian keuangan perilaku dengan pendekatan yang spesifik pada variabel hasil. Riset perilaku dalam keuangan Islam banyak bertumpu pada model niat dan sikap seperti *theory of planned behaviour* (Juisin dan Amin, 2026), sedangkan kajian saham syariah lebih banyak membandingkan indeks syariah dan konvensional pada tingkat pasar (Delle Foglie dan Panetta, 2020). Penelitian ini menempatkan tiga domain penjelas, yaitu pengetahuan dan evaluasi (IFL), penilaian diri (OC), dan informasi sosial (HB), terhadap satu dimensi risiko yang spesifik. Karena sikap terhadap risiko bersifat spesifik domain (Weber et al., 2002), pemisahan FRT-SR dari keputusan investasi dan toleransi risiko umum memungkinkan perbandingan yang lebih tajam. Hasilnya menunjukkan bahwa domain yang berbeda dapat berasosiasi dengan arah yang berbeda terhadap variabel hasil yang sama. Kontribusi ini berupa penajaman kerangka yang sudah ada, bukan teori baru.

Secara empiris, penelitian ini menyediakan estimasi simultan ketiga domain terhadap FRT-SR pada investor individual saham syariah di Makassar, beserta perbandingan ukuran efeknya. Perbandingan itu menunjukkan bahwa penilaian diri memiliki keterkaitan yang relatif lebih menonjol daripada literasi dan informasi sosial, meskipun seluruhnya kecil. Karena sampelnya nonprobabilitas dan berasal dari satu kota, estimasi ini perlu dibaca sebagai bukti kontekstual, bukan gambaran investor saham syariah Indonesia secara umum.

Secara kontekstual, penelitian ini menegaskan bahwa kelayakan saham menurut kriteria syariah dan orientasi risiko investor yang memilihnya berada pada tingkat analisis yang berbeda. Kelayakan efek ditetapkan melalui Daftar Efek Syariah, dan mekanisme transaksi diatur antara lain oleh Fatwa DSN-MUI No. 80/2011 (DSN-MUI, 2011; OJK, 2025), sedangkan FRT-SR mengukur disposisi individu. Ketika saham syariah merupakan bagian terbesar pasar (Li et al., 2026) dan dinamika spekulatif tetap dapat muncul pada indeks syariah (Saritas et al., 2026), variasi orientasi risiko di antara pemegangnya menjadi persoalan yang wajar diteliti. Variasi itu tidak menandakan pelanggaran syariah. Transaksi berisiko tinggi tidak otomatis tergolong *maisir* atau *gharar* (Nik Abdul Ghani et al., 2026), dan penelitian ini tidak menilai halal atau haramnya perilaku responden.

5.6 Implikasi Praktis

Hasil penelitian ini dapat menginformasikan perancangan edukasi investor saham syariah. Materi literasi keuangan Islam yang selama ini menekankan status syariah efek dan instrumen dapat dilengkapi dengan latihan menilai ketidakpastian, membandingkan skenario imbal hasil dan kemungkinan rugi, serta menimbang *trade-off* antara risiko dan imbal hasil. Bukti bahwa literasi berkaitan dengan mutu keputusan investasi (von Gaudecker, 2015) mendukung arah ini, tetapi efektivitas program semacam itu terhadap orientasi risiko spekulatif masih perlu diuji.

Bagi broker, platform investasi, dan komunitas investor, asosiasi OC yang relatif lebih menonjol dapat menjadi alasan untuk mempertimbangkan perangkat refleksi keputusan, seperti jurnal keputusan, pencatatan prediksi sebelum transaksi, latihan kalibrasi keyakinan, dan peninjauan selisih antara ekspektasi dan realisasi. Untuk HB, pembelajaran dapat menekankan pengecekan sumber, verifikasi independen, pembedaan antara popularitas dan bukti, serta jeda refleksi sebelum mengikuti rekomendasi. Karena mencari saran tidak selalu merugikan, tujuannya adalah membantu investor menilai mutu informasi sosial, bukan menghindarinya. Perangkat-perangkat ini layak diuji sebagai intervensi; penelitian ini tidak membuktikan efektivitasnya.

Bagi regulator dan lembaga edukasi pasar modal, komunikasi tentang status saham syariah dapat disertai pesan tentang penilaian risiko dan mutu proses pengambilan keputusan.

5.7 Keterbatasan dan Arah Penelitian Selanjutnya

Keterbatasan pertama menyangkut desain dan sampel. Data potong lintang tidak memungkinkan penentuan urutan temporal maupun inferensi sebab-akibat, dan sampel purposif yang seluruhnya berdomisili di Makassar membatasi generalisasi. Penelitian lanjutan dapat memakai desain longitudinal untuk menelaah kestabilan hubungan, serta kerangka sampel yang lebih sistematis dengan cakupan wilayah yang lebih luas.

Keterbatasan kedua berkaitan dengan pengukuran. Seluruh konstruk diukur dengan laporan diri pada satu waktu, sehingga varians metode bersama tetap dapat ikut membentuk besaran asosiasi meskipun telah dikendalikan secara prosedural. FRT-SR juga merupakan disposisi, bukan rekaman transaksi. Pada sampel mahasiswa di Korea Selatan, FRT-SR berkorelasi dengan perilaku berisiko dalam tugas laboratorium (Park et al., 2020), tetapi hubungan semacam itu belum diuji pada investor saham syariah. Penelitian lanjutan dapat mengikuti pendekatan Glaser dan Weber (2007) yang menautkan ukuran psikometrik dengan data transaksi, sepanjang dilakukan secara etis dan sah serta tanpa memperlakukan satu indikator aktivitas sebagai bukti spekulasi.

Keterbatasan ketiga menyangkut isi konstruk. Skor IFL memadukan pengetahuan, kesadaran, dan orientasi normatif, dan dua butirnya peka terhadap penerjemahan; skor OC mengukur persepsi kompetensi, bukan miskalibrasi; skor HB mencampurkan peniruan dengan pencarian saran. Adaptasi Bahasa Indonesia juga belum melalui validasi lintas budaya formal. Penelitian berikutnya dapat mengukur IFL dengan tes pengetahuan objektif, menambahkan tugas kalibrasi keyakinan dan akurasi untuk OC, memisahkan peniruan dari pencarian saran pada HB sambil mencatat arah informasi sosial yang diikuti, dan melakukan validasi kognitif serta psikometrik terhadap versi Bahasa Indonesia.

Keterbatasan keempat berkaitan dengan cakupan penjelasan model. Model menjelaskan 16,0% variasi FRT-SR, sehingga masih banyak faktor lain yang masuk akal secara teoretis belum tercakup, termasuk *sensation seeking* yang berkorelasi dengan FRT-SR pada sampel Park et al. (2020). Replikasi pada sampel lain serta perluasan model dengan prediktor yang didukung teori akan memperjelas ketahanan pola asosiasi ini. Penambahan mediator atau moderator hanya layak apabila didukung mekanisme teoretis yang jelas.

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini menguji hubungan literasi keuangan Islam, *overconfidence*, dan *herding behavior* dengan kecenderungan pengambilan risiko finansial spekulatif (FRT-SR) pada 220 investor individual saham syariah yang berdomisili di Makassar, Indonesia. Literasi keuangan Islam berasosiasi negatif dengan FRT-SR, sedangkan *overconfidence* dan *herding behavior* berasosiasi positif; ketiga hipotesis didukung. *Overconfidence* menunjukkan keterkaitan yang relatif paling menonjol, tetapi seluruh ukuran efek kecil dan model hanya menjelaskan sebagian variasi FRT-SR.

Kontribusi utamanya adalah penajaman variabel hasil dalam kajian keuangan perilaku. Pengetahuan dan evaluasi, penilaian diri, serta informasi sosial dibandingkan terhadap satu dimensi risiko spekulatif yang spesifik, bukan terhadap keputusan investasi atau toleransi risiko umum. Hasilnya menunjukkan bahwa ketiga domain itu berkaitan dengan orientasi risiko melalui arah yang tidak seragam.

Temuan ini juga menegaskan bahwa status syariah suatu saham tidak menggambarkan orientasi risiko pemiliknya. Edukasi investor dapat memadukan pengenalan

ISSN 2798-6489 (Cetak)
ISSN 2798-6535 (Online)

instrumen syariah dengan penilaian ketidakpastian, refleksi atas kemampuan diri, dan penilaian kritis terhadap informasi sosial. Karena desainnya potong lintang, sampelnya nonprobabilitas dan berasal dari satu kota, serta seluruh ukurannya berbasis laporan diri, temuan ini perlu direplikasi di wilayah lain sebelum diterapkan pada praktik atau kebijakan yang lebih luas.

Acknowledgements

Penelitian ini didanai oleh Universitas Hasanuddin melalui Skim Penelitian Dosen Pemula Unhas (PDPU) dalam Program Hibah Universitas Hasanuddin Tahun Anggaran 2026, yang dikelola oleh Lembaga Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat (LPPM) Universitas Hasanuddin. Penulis menyampaikan terima kasih kepada Universitas Hasanuddin dan LPPM Universitas Hasanuddin atas dukungan pendanaan yang diberikan sehingga penelitian ini dapat terlaksana. Pendanaan penelitian ini ditetapkan berdasarkan Surat Keputusan Rektor Universitas Hasanuddin Nomor 11651/UN4.1/KEP/2026 tentang Penetapan Pendanaan Skim Penelitian Dosen Pemula Unhas (PDPU) Hibah Universitas Hasanuddin Tahun Anggaran 2026.

DAFTAR PUSTAKA

Abadi, F. and Wicaksono, M.A. (2024), "Analysis of factors affecting the satisfaction of Sharia stock investors in Bangka Belitung and Riau, Indonesia", *Journal of Islamic Economics Lariba*, Vol. 10 No. 2, pp. 1205-1240, doi: 10.20885/jielariba.vol10.iss2.art28.

Ali, I., Liu, J., Shah, S.K. and Khattak, M.S. (2025), "Islamic practices and investment decision: the role of money management skills and digital financial literacy", *SAGE Open*, Vol. 15 No. 4, doi: 10.1177/21582440251379142.

Ashfaq, M. and Shafique, A. (2024), "Exploring the missing link: financial literacy and cognitive biases in investment decisions", *Journal of Modelling in Management*, Vol. 19 No. 3, pp. 871-898, doi: 10.1108/JM2-11-2022-0266.

Banerjee, A.V. (1992), "A simple model of herd behavior", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107 No. 3, pp. 797-817, doi: 10.2307/2118364.

Barber, B.M. and Odean, T. (2001), "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116 No. 1, pp. 261-292, doi: 10.1162/003355301556400.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I. (1992), "A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades", *Journal of Political Economy*, Vol. 100 No. 5, pp. 992-1026, doi: 10.1086/261849.

Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2000), "Herd behavior in financial markets", *IMF Staff Papers*, Vol. 47 No. 3, pp. 279-310.

Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998), "Investor psychology and security market under- and overreactions", *The Journal of Finance*, Vol. 53 No. 6, pp. 1839-1885, doi: 10.1111/0022-1082.00077.

Delle Foglie, A. and Panetta, I.C. (2020), "Islamic stock market versus conventional: are Islamic investing a 'safe haven' for investors? A systematic literature review", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 64, 101435, doi: 10.1016/j.pacfin.2020.101435.

Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (2011), "Fatwa Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek", available at: https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/regulasi/fatwa-dsn-mui/Pages/fatwa-nomor-80-dsn-mui-iii-2011.aspx.

Fauzah, D.R. and Amaliyah, K.A. (2023), "The impact of financial technology, Islamic financial literacy, and behavioral biases on investment decisions in the Sharia capital

market", *International Journal of Islamic Finance*, Vol. 1 No. 1, pp. 1-19.

Fornell, C. and Larcker, D.F. (1981), "Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error", *Journal of Marketing Research*, Vol. 18 No. 1, pp. 39-50, doi: 10.1177/002224378101800104.

Glaser, M. and Weber, M. (2007), "Overconfidence and trading volume", *The Geneva Risk and Insurance Review*, Vol. 32 No. 1, pp. 1-36, doi: 10.1007/s10713-007-0003-3.

Hair, J.F., Jr, Hult, G.T.M., Ringle, C.M. and Sarstedt, M. (2022), *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*, 3rd ed., SAGE Publications, Thousand Oaks, CA.

Henseler, J., Ringle, C.M. and Sarstedt, M. (2015), "A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 43 No. 1, pp. 115-135, doi: 10.1007/s11747-014-0403-8.

Holm, S. (1979), "A simple sequentially rejective multiple test procedure", *Scandinavian Journal of Statistics*, Vol. 6 No. 2, pp. 65-70.

Islam, K.U., Bhat, S.A., Lone, U.M., Darzi, M.A. and Malik, I.A. (2024), "Financial risk propensity and investment decisions: an empirical analysis using behavioural biases", *IIMB Management Review*, Vol. 36, pp. 213-229, doi: 10.1016/j.iimb.2024.06.004.

Juisin, H.A. and Amin, H. (2026), "Consumer behaviour theories in Islamic finance research: a bibliometric analysis", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print, doi: 10.1108/JIABR-09-2025-0581.

Khamis, F.M., Isa, M.Y.B. and Yusuff, N.B. (2024), "Perceived inclusion of Islamic finance: the effects of attitudes, experience, literacy, religiosity, and social influences", *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, Vol. 18 No. 2, pp. 321-338, doi: 10.33094/ijaefa.v18i2.1398.

Lampenius, N. and Zickar, M.J. (2005), "Development and validation of a model and measure of financial risk-taking", *Journal of Behavioral Finance*, Vol. 6 No. 3, pp. 129-143, doi: 10.1207/s15427579jpfm0603_3.

Li, N., Wei, C. and Zhang, L. (2026), "A four-factor model for the Indonesia stock market", *Emerging Markets Review*, Vol. 73, 101485, doi: 10.1016/j.ememar.2026.101485.

Loang, O.K. and Ahmad, Z. (2023), "Economic and political factors on herding in Islamic GCC stock markets during COVID-19 pandemic", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 16 No. 4, pp. 819-834, doi: 10.1108/IMEFM-01-2022-0019.

Nik Abdul Ghani, N.A.R., Nazri, H. and Abdul Razak, N.A. (2026), "Stock scalping and Shariah legitimacy in modern capital markets", *Nusantara: Journal of Law Studies*, Vol. 5 No. 1, pp. 1-24, doi: 10.5281/zenodo.18357939.

Otoritas Jasa Keuangan (2025), "Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8 Tahun 2025 tentang penerbitan Daftar Efek Syariah dan Daftar Efek Syariah luar negeri", available at: https://ojk.go.id/id/regulasi/Pages/POJK-8-Tahun-2025-Penerbitan-Daftar-Efek-Syariah-dan-Daftar-Efek-Syariah-Luar-Negeri.aspx.

Park, J., Kim, D.-Y. and Oh, S. (2020), "Explicit and implicit stock investment: differences in psychological characteristics and risky behavior between college students majoring in financial engineering or business", *Current Psychology*, Vol. 39 No. 6, pp. 1954-1969, doi: 10.1007/s12144-019-00555-9.

Podsakoff, P.M., MacKenzie, S.B., Lee, J.-Y. and Podsakoff, N.P. (2003), "Common method biases in behavioral research: a

critical review of the literature and recommended remedies", *Journal of Applied Psychology*, Vol. 88 No. 5, pp. 879-903, doi: 10.1037/0021-9010.88.5.879.

Rozak, A., Nugraha, Sari, M., Purnamasari, I. and Zainol, F.A. (2024), "Behavioral finance in Sharia investment: an empirical study on Indonesian millennials", *Journal of Islamic Economics and Business*, Vol. 4 No. 2.

Salisu, A.A. and Shaik, M. (2022), "Islamic stock indices and COVID-19 pandemic", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 80, pp. 282-293, doi: 10.1016/j.iref.2022.02.073.

Saritas, M.M., Ozgur, O. and Yilanci, V. (2026), "Detecting and explaining bubbles in Islamic stock markets: a dual approach with LPPLS and machine learning", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 26, 100790, doi: 10.1016/j.bir.2026.100790.

van Rooij, M., Lusardi, A. and Alessie, R. (2011), "Financial literacy and stock market participation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 101 No. 2, pp. 449-472, doi: 10.1016/j.jfineco.2011.03.006.

von Gaudecker, H.-M. (2015), "How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice?", *The Journal of Finance*, Vol. 70 No. 2, pp. 489-507, doi: 10.1111/jofi.12231.

Weber, E.U., Blais, A.-R. and Betz, N.E. (2002), "A domain-specific risk-attitude scale: measuring risk perceptions and risk behaviors", *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 15 No. 4, pp. 263-290, doi: 10.1002/bdm.414.