

KEUANGAN KEPERILAKUAN: TELAHAH ATAS EVOLUSI TEORI DAN STUDI EMPIRIS

Muniya Alteza¹ dan Mugi Harsono²

¹Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta
m_alteza@uny.ac.id

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sebelas Maret
mugiharsono@yahoo.com

Abstrak

Artikel ini membahas konsep keuangan perilaku sebagai cabang ilmu keuangan yang mencakup aspek psikologi dan sosiologi untuk menjelaskan perilaku keuangan seorang investor. Bagian pertama meninjau konsep dasar dan evolusi pengembangan teori keuangan perilaku. Bagian selanjutnya akan membahas beberapa bias dalam keuangan perilaku. Diskusi berlanjut dengan meninjau pengembangan penelitian empiris dan beberapa pemikiran kritis terkait keuangan perilaku. Bagian akhir dari artikel ini memberikan kesimpulan mengenai tinjauan arah penelitian keuangan perilaku di masa depan.

Kata kunci: keuangan perilaku, irasionalitas, bias

Pendahuluan

Teori keuangan pada dasarnya dibangun atas dasar berbagai asumsi untuk memperjelas posisi teori tersebut bila dihadapkan dengan keadaan yang sesungguhnya. Salah satu asumsi utama adalah rasionalitas investor dalam setiap proses pengambilan keputusan yang dilakukan (*perfect rationality*). Manusia diasumsikan selalu bersedia memperhatikan semua informasi yang tersedia lengkap dan transparan (*perfect information*), mampu mengevaluasinya dengan seksama untuk membuat keputusan yang tepat bagi kepentingan pribadi berdasarkan analisis rasional atas informasi tersebut (*perfect self-interest*).

Asumsi tentang perilaku investor pada dasarnya bersumber dari literatur ekonomi klasik dan neoklasik, di mana manusia dipandang sebagai makhluk yang mampu membuat keputusan berdasarkan pertimbangan yang sangat logis dan transparan. Oleh karena itu manusia disebut sebagai *homo economicus*, makhluk yang

selalu mampu menghitung dan menemukan titik optimal sebagai jawaban bagi persoalan ekonomi keuangan yang dihadapi. Titik optimal merupakan sebuah titik yang mampu memberikan utilitas maksimal bagi diri seorang pembuat keputusan.

Kritik pada teori *homo economicus* ditujukan dengan mempertanyakan dasar ketiga asumsi tersebut. Pada kenyataannya manusia dapat bertindak sosial dengan terpengaruh oleh emosi dan mustahil seseorang dapat mendapatkan informasi secara lengkap dan terus-menerus (Pompian, 2011). Hal ini ditunjukkan pula melalui beberapa fenomena dalam dunia keuangan yang memperlihatkan adanya ketidakrasionalan investor. Fenomena klasik di antaranya adalah kejatuhan pasar modal Amerika Serikat pada 19 Oktober 1987 yang dikenal dengan *Black Monday*. Harga saham di *New York Stock Exchange* dalam waktu yang hampir bersamaan mengalami penurunan sangat tajam tanpa disebabkan alasan yang jelas dan hari itu tercatat sebagai hari terburuk pasar modal Amerika sejak tahun 1929 (*great depression crash*). Situasi tersebut mendorong timbulnya kepanikan investor yang luar biasa dan pasar menjadi tidak terkendali. Indeks harga saham *Dow Jones* turun 22,6% hanya dalam waktu sehari. Latar belakang dari kejadian tersebut tidak dapat dijelaskan secara rasional. Ahli ekonomi Shiller pada tanggal 19 hingga 23 Oktober 1987 menyebarkan tidak kurang dari 2000 kuesioner kepada investor individual dan 1000 kuesioner kepada investor institusional untuk mengidentifikasi alasan investor menjual saham besar-besaran dan mendorong timbulnya *market panic selling*. Dari respons yang diterima, dua pertiga memberikan jawaban bahwa penjualan saham tidak terkait dengan pertimbangan ekonomi, finansial dan bahkan politik. Shiller (1987) kemudian menyimpulkan bahwa tindakan investor yang tidak terkendali tersebut dilatar belakangi oleh faktor psikologis, yaitu adanya ketakutan (*fear*), ketamakan (*greed*) dan kepanikan (*madness*) dari investor.

Beberapa bukti dari penelitian lain juga menunjukkan adanya irasionalitas investor ini. Hirshleifer & Shumway (2003) menemukan bahwa cuaca yang mendung dan berawan mendorong munculnya mood negatif investor sehingga indikator jual-beli saham menjadi lebih lesu sedangkan Cao & Wei (2005) menemukan bahwa suhu yang lebih rendah meningkatkan perilaku agresif investor sehingga lebih berani mengambil risiko dalam mengambil keputusan investasi. Penelitian lain mengindikasikan bahwa emosi tertentu mengakibatkan investor mengalami bias akibat terlalu percaya diri sehingga cenderung berperilaku mengikuti tren yang terjadi di pasar modal tanpa

memperhatikan fundamental perusahaan yang dijadikan sarana investasi (Baker & Ricciardi, 2014). Studi lain oleh Feingold (1994), Eagly (1995), Eakle (1995), Eagly & Wood (1999) menemukan bahwa wanita lebih sensitif terhadap emosi dan cenderung lebih melibatkan emosi dalam pengambilan keputusan keuangan. Fenomena lain memperlihatkan bahwa perdagangan saham selama bulan Ramadhan menghasilkan return lebih tinggi dan volatilitas lebih rendah karena puasa dipercaya memberikan pengaruh emosi positif (Bialkowski, Etebari & Wisniewski, 2012).

Evolusi Teori Keuangan Keperilakuan

Banyaknya fenomena yang terjadi di dunia keuangan yang menyimpang dari teori ekonomi klasik menjadi pemicu bagi peneliti dunia keuangan memperhatikan kembali aspek non ekonomi untuk diperhatikan perannya dalam proses pengambilan keputusan investor. Pendekatan ini disebut sebagai Keuangan Keperilakuan atau *Behavioral Finance*. Dalam pendekatan ini maka teori keuangan tidak sekedar mendasarkan pada asumsi klasik maupun neoklasik tetapi juga mengikutsertakan aspek psikologi. Pendekatan keuangan keperilakuan ini menentang banyak teori keuangan tradisional yang banyak digunakan selama ini sebagai basis pengambilan keputusan dan perilaku investor. Tabel 1 menyajikan rangkuman teori tradisional standar dalam keuangan.

Tabel 1. Teori Keuangan Tradisional

Penulis	Tahun	Temuan
Jon Stuart Mill	1844	Konsep <i>Homo Economicus</i>
Bernoulli	1738, 1954	<i>Expected Utility Theory</i>
Von Neumann dan Morgenstern	1944	
Harry Markowitz	1952	<i>Markowitz Portfolio Theory</i>
Treynor, Sharpe dan Lintner	1962, 1964, 1965	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
Jan Mossin	1966	
Eugene Fama	1970	<i>Efficient Market Hypothesis</i>

Sumber: Kapoor & Prosad (2017)

Keuangan keperilakuan bukanlah suatu teori atau pendekatan yang sama sekali baru. Akar teori ini sebenarnya telah mulai digali sejak tahun 1950an, hampir bersamaan dengan perumusan teori portofolio keuangan oleh Markowitz. Pada masa itu Burrell (1951) yang kemudian dilanjutkan oleh Bauman (1967) telah mencoba memasukkan

unsur psikologi ke dalam penelitian keuangan yang dilakukan (dalam Olsen, 2010). Slovic (1972) telah menulis artikel mengenai studi psikologi *human judgment* dan implikasinya terhadap pengambilan keputusan investasi.

Pada tahun 1979 Kahneman & Tversky dan memperkenalkan *Prospect Theory* yang bertentangan dengan *Expected Utility Theory* selama itu banyak digunakan untuk menjelaskan proses pengambilan keputusan. Dalam teorinya Tversky dan Kahneman mengemukakan bahwa manusia (investor) akan memberikan bobot (*weight*) yang berbeda antara keuntungan (*gains*) dan kerugian (*losses*). Pada penelitiannya ditemukan bahwa orang lebih merasa tertekan (*distresses*) oleh kerugian yang kemungkinan akan didapatkan dibandingkan rasa senang atas keuntungan yang mungkin didapatkan dengan jumlah yang sama. Kahneman & Tversky memberikan ilustrasi bahwa “rasa sakit” orang yang menderita kerugian satu dollar dua kali lebih besar dibandingkan dengan rasa senang orang yang mendapatkan keuntungan satu dollar. Selain itu *Prospect Theory* juga mengemukakan bahwa orang akan memberikan tanggapan yang berbeda terhadap sebuah informasi, bergantung pada apakah informasi tersebut cenderung memberikan keuntungan atau kerugian. Disampaikan pula bahwa ternyata orang bersedia mengambil risiko yang lebih besar untuk menghindari kerugian dibandingkan risiko untuk memperoleh keuntungan. Dengan kata lain, apabila menghadapi keuntungan orang cenderung bersifat *risk averse*, sedangkan bila menghadapi kerugian ia akan bersikap *risk taker*. Penelitian Kahneman & Tversky ini menjadi pemicu dilakukannya penelitian yang lebih ekstensif di bidang keuangan berperilaku selanjutnya.

Pada tahun-tahun berikutnya, *Expected Utility Theory* tidak menjadi satu-satunya teori yang menghadapi kritik. Pendukung keuangan berperilaku juga menemukan kelemahan di teori keuangan standar lainnya seperti *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), model seleksi portofolio Markowitz dan *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Statman (1999) menunjukkan bahwa model penentuan harga aset tradisional seperti CAPM menentukan tingkat pengembalian yang diharapkan dari sekuritas pada titik waktu tertentu, tetapi tidak mampu memberikan penjelasan mengapa hal yang sama tidak dapat diaplikasikan pada periode waktu di mana terjadi *stock market bubbles*. Statman (1999) juga berpendapat bahwa rasionalitas harga sekuritas dalam hipotesis pasar yang efisien hanya mencerminkan karakteristik utilitarian seperti risiko dan bukan nilai karakteristik ekspresif seperti sentimen. Dia menyatakan bahwa kedua karakteristik

ini mempengaruhi premi risiko. Selanjutnya, penulis menyarankan para ahli harus mengeksplorasi model penetapan harga aset yang mencerminkan nilai ekspresif maupun karakteristik utilitarian.

Model serupa sebelumnya dikembangkan oleh Shefrin dan Statman (dalam Statman, 1999) yang disebut *Behavioral Asset Pricing Model* (BAPM). Model ini menjelaskan interaksi pasar dari dua kelompok pedagang, yaitu *informational trader* dan *noise trader*. *Informational trader* adalah pedagang rasional yang mengikuti CAPM sedangkan *noise trader* adalah orang yang tidak mengikuti CAPM dan melakukan kesalahan kognitif. Di sini diharapkan pengembalian sekuritas ditentukan oleh beta atau tingkat risiko atas perilaku mereka.

Shefrin dan Statman (2000) juga mengembangkan suatu alternatif dari teori portofolio Markowitz, dinamakan sebagai *Behavioral Portfolio Theory* (BPT). Di model Markowitz, investor membangun portofolio berdasarkan nilai varians, dengan demikian mencoba untuk mengoptimalkan *trade off* antara risiko dengan rata-rata keuntungan. Di sini portofolio dievaluasi secara keseluruhan dan sikap risiko para investor juga konsisten. Sebaliknya, BPT memperhitungkan akun perilaku investor yang membangun portofolio mereka sebagai piramida aset yang terdiri dari berbagai lapisan dan setiap lapisan dikaitkan dengan tujuan dan sikap terhadap risiko yang spesifik. Teori ini mencoba menjelaskan bagian dari perilaku investor yang berhubungan dengan perbedaan sikap mereka terhadap risiko.

Shleifer (2000) memberikan pendekatan alternatif untuk mempelajari pasar keuangan dengan bantuan keuangan perilaku. Menurutnya bahkan di pasar keuangan aktual, investor irasional berdagang melawan arbitrase yang sumber dayanya dibatasi oleh keengganan risiko, cakrawala waktu pendek, dan masalah keagenan. Dia menyajikan model perilaku yang menjelaskan berbagai anomali pasar seperti kinerja unggul dari *value stock*, *closed-end fund puzzle*, pengembalian yang lebih tinggi pada saham yang termasuk dalam indeks pasar, persistensi *stock market bubbles*, dan runtuhnya beberapa *hedge fund* pada yang terkenal tahun 1998.

Tabel 2. Perkembangan Teori Keuangan Keperilakuan

Nama Peneliti	Tahun	Teori/ Konsep/ Model
Herbert Simon	1955	Model <i>Bounded Rationality</i>
Festinger, Riecken dan Schachter	1956	Teori <i>cognitive dissonance</i>

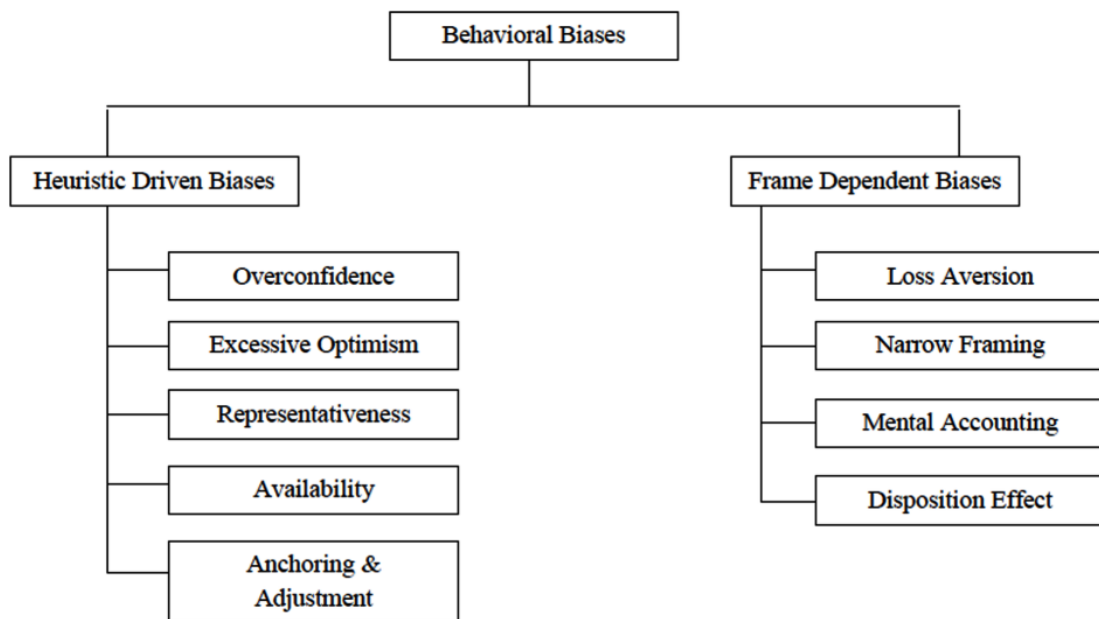
Tversky dan Kahneman	1973,1974	Memperkenalkan bias heuristik: <i>availability, representativeness, anchoring, adjustment</i>
Kahneman dan Tversky	1979	<i>Prospect theory</i> , memperkenalkan <i>loss aversion bias</i>
Tversky dan Kahneman	1981	Memperkenalkan <i>framing bias</i>
Richard Thaler	1985	Memperkenalkan <i>mental accounting bias</i>
De Bondt dan Thaler	1985	Teori <i>overreaction</i> di pasar modal
Barberis, Shleifer dan Vishny	1998	Model sentimen investor terhadap <i>overreaction</i> dan <i>underreaction</i> harga saham di pasar modal
Meir Statman	1999	<i>Behavioral asset pricing theory</i> dan <i>behavioral portfolio theory</i>
Andrei Shleifer	2000	Hubungan antara keuangan berperilaku dengan teori efisiensi pasar
Barberis, Huang dan Santos	2001	Penggabungan <i>prospect theory</i> dalam penentuan harga aset
Hubert Fromlet	2001	Signifikansi dari keuangan berperilaku. Penekanan pada pergeseran paradigma tradisional (<i>homo economicus</i>) ke paradigma berperilaku yang lebih realistis
Barberis dan Thaler	2003	Survei keuangan berperilaku
Coval dan Shumway	2006	Pengaruh bias berperilaku terhadap harga saham. Pembalikan harga untuk investor yang bias lebih besar daripada investor yang tidak mengalami bias
Avanidhar Subrahmanyam	2008	Implikasi normatif dari keuangan berperilaku terhadap investor individual
Robert Bloomfield	2010	Perbandingan pendekatan tradisional dan berperilaku dalam menjelaskan ketidak efisienan pasar modal
Uzar dan Akkaya	2013	Eksplorasi evolusi keuangan berperilaku dari keuangan tradisional

Sumber: Kapoor & Prosad (2017)

Aspek Psikologis dalam Keuangan: Bias Keperilakuan

Dengan memasukkan faktor emosi dan psikologis maka pengambilan keputusan yang dilakukan oleh seseorang tidak lagi sepenuhnya rasional dan kadang kala aspek psikologis tersebut yang lebih dominan berperan. Akibatnya muncul beberapa bias dalam pengambilan keputusan yang disebut dengan bias berperilaku. Keuangan berperilaku banyak mengidentifikasi dan mengulas bias berperilaku ini.

Pompian (2011) mengkategorikan bias dalam keuangan berperilaku menjadi dua yaitu *cognitive bias* dan *emotional bias*. Bias kognitif mencakup *overconfidence*, *representativeness*, *anchoring and adjustment*, *framing*, *cognitive dissonance*, *availability* dan *mental accounting*. Sedangkan bias emosional mencakup *endowment bias*, *loss aversion*, *optimism* dan *status quo*. Sedangkan Shefrin (2000) secara luas mengklasifikasikan bias berperilaku menjadi dua yaitu *heuristic driven bias* dan *frame dependent bias*. Kategorisasi menurut Shefrin ini dapat dilihat dalam Gambar 1.



Gambar 1. Kategorisasi Bias Keperilakuan Menurut Shefrin (2000)

Menurut Shefrin, *heuristic driven bias* muncul karena praktisi keuangan menggunakan aturan praktis atau heuristik untuk memproses data dan membuat keputusan. Misalnya, orang percaya bahwa kinerja masa depan saham dapat diprediksi dengan baik oleh kinerja masa lalu. Yang termasuk dalam *heuristic driven bias* adalah *overconfidence*, *excessive optimism*, *representativeness*, *availability* dan *anchoring* serta *adjustment*.

1. *Overconfidence* (terlalu percaya diri)

Bias ini merujuk pada kondisi di mana orang terlalu percaya diri tentang pengetahuan dan keterampilan yang mereka miliki sehingga mengabaikan risiko yang terkait dengan investasi. Penelitian sebelumnya telah menjelaskan bagaimana bias kepercayaan yang berlebihan mempengaruhi rasionalitas perilaku pengambilan keputusan. Odean (1998) menjelaskan bahwa investor

dengan *discount brokerage accounts* menjadi terlalu percaya diri dan terlibat dalam perdagangan saham secara berlebihan. Namun, Odean (1998) juga mengusulkan bahwa karena perdagangan berlebih, keuntungan yang direalisasikan tidak cukup untuk menutup biaya transaksi. Demikian pula, Barber dan Odean (2000) menganalisis kumpulan data dari 78.000 rumah tangga di sebuah perusahaan pialang diskon besar di Amerika menemukan bahwa perdagangan berlebihan akan memperoleh lebih sedikit pengembalian. Selanjutnya, berbagai studi empiris lain yang telah dilakukan di bidang ini, misalnya Daniel et al. (1998) dan Weber dan Camerer (1998). Sebagian besar penelitian ini mengungkapkan bahwa terlalu percaya diri disebabkan investor memiliki ilusi pengetahuan yang unggul, yang diperkuat oleh keberhasilan masa lalu mereka. Kecenderungan ini membuat mereka lebih banyak melakukan perdagangan saham karena mereka menjadi yakin akan hasil positif yang dapat diperoleh. Namun peningkatan volume perdagangan disertai dengan biaya perdagangan tinggi terbukti justru merugikan untuk kinerja portofolio.

2. *Excessive Optimism* (optimisme yang berlebihan)

Dalam konteks keuangan, optimisme (pesimisme) didefinisikan sebagai kecenderungan investor untuk melebih-lebihkan (meremehkan) pengembalian rata-rata yang diharapkan dari aset berisiko (Heifetz & Spiegel, 2001; Germain et al., 2005; Barone Adesi et al., 2012).

Para peneliti telah mempelajari bias ini sehubungan dengan dampaknya terhadap pasar saham serta faktor-faktor yang mendorong bias ini. Toshino dan Suto (2005) menyelidiki bias optimisme pada investor institusional di Jepang. Mereka menggunakan survei berdasarkan data dan menemukan bahwa investor yang optimis lebih sensitif terhadap berita pasar positif. Mereka secara selektif hanya memasukkan berita baik ke dalam proses pengambilan keputusan mereka. Selanjutnya, investor dipengaruhi oleh bias optimisme cenderung meremehkan risiko produk investasi yang sudah dikenal sehingga mereka lebih optimis terhadap pasar domestik dibandingkan pasar luar negeri. Shefrin dan Statman (2011) menemukan bahwa optimisme berlebihan dapat menciptakan *speculative bubbles* di pasar keuangan dengan menggembungkan harga sekuritas di atas nilai intrinsiknya. Optimisme (pesimisme) adalah bias yang sangat berpengaruh. Jenis

bias ini bertanggung jawab untuk mengatur suasana hati pelaku pasar keuangan. Bias ini didorong oleh pengembalian masa lalu yang berdampak pada ekspektasi pengembalian, toleransi pengembalian dan persepsi risiko investor.

3. *Representativeness*

Adalah kecenderungan individu untuk memperkirakan kemungkinan suatu peristiwa dan membandingkannya dengan kejadian sebelumnya yang sudah ada dalam pikiran mereka. Insiden yang ada ini umumnya adalah apa yang mereka anggap sebagai contoh paling relevan atau khas dari peristiwa saat ini. Contoh dari bias ini ditemukan dalam penelitian Kaestner (2005) yang menggunakan data saat ini dan penghasilan sebelumnya untuk perusahaan yang terdaftar di Amerika untuk periode 1983-1999 dan mengidentifikasi bahwa investor bereaksi berlebihan terhadap pengumuman laba. Investor pada awalnya memperkirakan penghasilan yang baru-baru ini mengejutkan dan karenanya bereaksi berlebihan terhadap kejutan penghasilan berikutnya.

4. *Availability Bias*

Availability bias adalah bias di mana pembuat keputusan mengandalkan pengetahuan yang telah tersedia daripada memeriksa alternatif dan prosedur lain. Hal tersebut menyebabkan keputusan yang diambil menjadi tidak rasional (Folkes, 1988). Orang-orang yang rentan terhadap *availability bias* memberikan penilaian lebih tinggi terhadap peristiwa-peristiwa yang dengan mudah mereka ingat dibandingkan dengan yang sulit diingat atau dipahami. Kliger dan Kudryavtsev (2010) mengidentifikasi bias ini dalam reaksi investor terhadap revisi rekomendasi analis keuangan. Mereka menggunakan return pasar harian sebagai proksi untuk informasi tentang ketersediaan hasil. Mereka menemukan reaksi harga saham itu untuk revisi rekomendasi (naik atau turun) lebih kuat ketika disertai dengan pengembalian indeks saham dengan arah yang sama.

5. *Anchoring and Adjustment Bias*

Ketika perlu membuat keputusan, mereka sering gagal melakukan penelitian yang cukup karena terdapat terlalu banyak data untuk dikumpulkan dan dianalisis. Mereka melakukan penilaian berdasarkan pada satu angka atau fakta, sambil mengabaikan informasi penting. Perilaku irasional ini disebut jangkar atau *anchor*. Hoguet (2005) menunjukkan bahwa ketika investor perlu

melakukan satu perilaku tertentu, investor akan paling banyak 'berlabuh' pada informasi terbaru yang tersedia. Oleh karena itu investor cenderung kurang bereaksi terhadap informasi baru. Sewell (2010) menyatakan bahwa ketika nilai yang relevan (jangkar) tersedia, orang membuat harapan dengan memulai dari nilai awal (jangkar), yang disesuaikan dengan pendapat pribadi untuk menghasilkan jawaban akhir yang diinginkan.

Sedangkan *frame dependent bias* merujuk pada proses pengambilan keputusan yang juga dipengaruhi oleh cara seseorang membingkai informasi yang ada. Bias ini mencakup *loss aversion*, *narrow framing*, *mental accounting* dan *disposition effect*.

1. *Loss Aversion*.

Bias ini diperkenalkan oleh Kahneman dan Tversky (1979) dan mengacu pada kecenderungan individu untuk sangat menghindari kerugian dibandingkan mendapatkan keuntungan. Ini karena kehilangan membawa penyesalan dan dampaknya jauh lebih besar daripada keuntungan. Beberapa peneliti telah mempelajari dampak keengganan kerugian di pasar keuangan. Coval dan Shumway (2005) menganalisis efek dari bias keengganan dalam hal pengambilan risiko pelaku pasar. Mereka menunjukkan bahwa di perdagangan siang hari, kerugian yang terjadi di pagi hari mengarah ke perilaku mengambil risiko yang lebih tinggi di sore hari. Hwang dan Satchell (2010) menyelidiki keengganan investor merealisasikan kerugian di pasar keuangan menggunakan model alokasi aset khas untuk data tahunan dari dana pensiun Inggris dari tahun 1963 hingga 2003. Hasilnya mengungkapkan bahwa pasar keuangan lebih *loss averse* daripada yang diasumsikan dalam literatur. Selanjutnya, bias ini dapat berubah tergantung pada kondisi pasar, misalnya, investor menjadi lebih enggan merugi di pasar *bullish* daripada selama pasar *bearish* menunjukkan rasa sakit kerugian lebih besar ketika orang lain menikmati keuntungan. Mereka juga menemukan bahwa investor lebih sensitif untuk perubahan yang terjadi dalam kerugian daripada keuntungan.

2. *Narrow Framing*

Shefrin (2000) menjelaskan *narrow framing* sebagai kecenderungan investor untuk memperlakukan risiko berulang-ulang seolah-olah itu hanya terjadi sekali saja. Barberis dan Huang (2001) menguraikan bias ini dalam konteks perjudian.

Mereka menyatakan itu terdapat fenomena di mana orang masing-masing mengevaluasi pertaruhan baru secara terpisah, memisahkannya dari risiko lain taruhan mereka. Dengan kata lain, orang akan mengabaikan semuapilihan sebelumnya yang menentukan keseluruhan risiko kekayaan dan secara langsung memperoleh utilitas daririsiko mereka saat ini. Liu dan Wang (2010) mendokumentasikan keberadaan efek *narrow framing* di pasar perdagangan opsi. Mereka menggunakan data harianvolume perdagangan *Taiwan Futures Exchange* untuk periode 2001 hingga 2004. Temuan studi ini menunjukkan bahwa investor dapat dengan mudah menjadi rentan terhadap *narrow framing* saat berdagang di pasar derivatif yang kompleks. Mereka menyederhanakan strategi perdagangan yang rumit menjadi keputusan perdagangan yang dapat dimengerti. Penelitian ini juga mendukung fakta bahwa profesionalisme, kecanggihan, dan pengalaman investor dapat mengurangi bias ini sampai batas tertentu.

3. *Mental Accounting*

Secara umum, orang tidak melihat masalah keputusan secara keseluruhan tetapi mereka cenderung memperlakukannya sebagai unit keputusan, yang disebut akun mental, secara terpisah. Teori ini menyiratkan bahwa investor membagi investasinya dalam berbagai portofolio berdasarkan sejumlah kategori mental yang mereka miliki. Kemudian mereka memisahkan kebijakan investasi untuk masing-masing akun mental dengan cara masing-masing dari mereka memiliki tujuan khusus untuk dicapai dan tujuannya adalah memaksimalkan pengembalian dengan meminimalkan risiko. Ini dapat menghasilkan pemilihan portofolio yang tidak menguntungkan namun memuaskan emosi investor (Barberis & Huang, 2001).

4. *Disposition Effect*

Bias ini diidentifikasi oleh Shefrin and Statman (1985). Efek disposisi adalah bias perilaku penting lainnya di mana investor lebih banyak cenderung menjual surat berharga atau aset yang telah memperoleh keuntungan dan cenderung mempertahankan aset yang merugi. Odean (1998) mengamati bahwa pada akhir tahun, karena motivasi pajak, investor lebih banyak bersedia untuk menjual aset yang merugi. Generalisasi dari fenomena disposisi diperoleh berbagai penelitian

misalnya Frazzini (2006), Weber dan Camerer (1998), Barberis dan Xiong (2009).

Perkembangan Penelitian Empiris Keuangan Keperilakuan

Penelitian awal penelitian keuangan berperilaku sebelum tahun 1980an lebih banyak berfokus pada bagaimana irasionalitas investor bertentangan dengan teori keuangan yang telah ada. Sedangkan penelitian mulai tahun 1980an semakin diperluas pada pengujian beberapa anomali keuangan yang selama ini tidak dapat dijelaskan melalui teori keuangan tradisional.

Tabel 3. Beberapa Penelitian Utama Keuangan Keperilakuan Periode 1980an

Peneliti dan Tahun	Topik
Tversky dan Kahneman (1981)	Jenis keputusan dan psikologi pilihan
Reinganum (1982)	Analisis efek ukuran perusahaan
Hsieh dan Kulatilaka (1982)	Harapan rasional dan risiko premia di <i>London Metal Exchange</i>
Loomes dan Sugden (1982)	<i>Regret Theory</i>
Schultz (1985)	<i>January Effect</i>
De Bondt dan Thaler (1985)	<i>Overreaction</i> investor individual
Black (1986)	Dampak peristiwa di pasar terhadap perilaku investor
Campbell (1986)	Proses pengambilan keputusan kognitif
Tversky dan Kahneman (1986)	Pilihan rasional dan <i>framing effect</i>
Akerlof dan Yellen (1987)	Model berperilaku rasional dan irasional
Fama dan French (1988)	Ketidak efisienan pasar dan irasionalitas perilaku investor

Sumber: Silva, Santos & Pereira (2019)

Keuangan perilaku mencapai beberapa tonggak penting pada akhir 1990-an dan awal abad ke-21, yang mengarah ke pendekatan baru untuk teori ini.

Tabel 4. Beberapa Penelitian Utama Keuangan Keperilakuan Periode Akhir 1990an-Awal Abad 21

Peneliti dan Tahun	Topik
Shleifer and Vishny (1997)	Keterbatasan arbitrase di pasar keuangan

Shiller (2003), Shefrin (2000), Shleifer (2000)	Implikasi variasi keperilakuan dalam pasar keuangan fleksibel
Barber and Odean (2000), Grinblatt and Keloharju (2000, 2001a, 2001b) Ersoy-Bozcuk and Lasfer (2001), Toshino and Suto (2004)	Kepribadian, pengambilan risiko dan investasi investor
Griffin (2006)	Pengaruh bencana atau peristiwa pada perilaku <i>abnormal</i> di pasar
Cheng (2007)	Kepercayaan diri berlebihan
Kramer and Weber (2012)	Pengaruh season terhadap pengambilan keputusan
Powers and Jack (2013)	<i>Cognitive dissonance</i> dan <i>regret choice</i>
Yechiam and Hochman (2013)	<i>Risk aversion</i>
Moritz et al. (2014)	Pengaruh perbedaan individual dalam kinerja dan kemampuan menilai <i>judgment</i>
Ert and Erev (2015)	<i>Risk aversion</i>
Frydman and Camerer (2016)	Pengalaman personal dan pengambilan keputusan keuangan
Liu et al. (2016)	Pengaruh emosional partisipan dalam keputusan negosiasi

Sumber: Silva, Santos dan Parreira (2019)

Perkembangan riset terbaru saat ini antara lain dapat dilihat dalam De Bondt (2018). Dalam paparannya DeBondt (2018) mengungkapkan aspek penting dalam psikologi penilaian aset yang menekankan pada kualitas, *judgment* dan pilihan. Penggabungan antara riset eksperimental, empiris dan teoretis dalam keuangan keperilakuan perlu dilakukan untuk mengungkap fenomena dalam dunia keuangan. Analisis bibliometrik yang dilakukan oleh Costa, Carvalho & Moreira (2018) terhadap publikasi ekonomi dan keuangan keperilakuan dari database Web of Science memperlihatkan bahwa jumlah riset bidang ini terus berkembang dari waktu ke waktu, sekaligus membuktikan pentingnya pemikiran keuangan keperilakuan dalam pengambilan keputusan. Silva, Santos dan Parreira (2019) dalam analisis bibliometrik terhadap berbagai penelitian keuangan keperilakuan yang dilakukan selama ini menemukan adanya kesenjangan dalam survei manajer keuangan dan investor. Penelitian lain oleh de Bortoli et al (2019) menginvestigasi empat paradigma yang digunakan untuk melihat manifestasi profil risiko para investor dalam keputusan

investasi asset keuangannya dengan pendekatan eksperimen bersetting laboratorium. Paradigma yang digunakan adalah teori prospek, *investor profile analysis*, *the big five personality test* dan *the cognitive reflection test*.

Kritik terhadap Keuangan Keperilakuan

Asumsi rasionalitas dalam perilaku investor menjadi paradigma dominan dalam ilmu keuangan selama ini. Seiring dengan ditemukannya berbagai fenomena dan bukti yang bertentangan dengan rasionalitas investor maka keuangan berperilaku mencoba meruntuhkan paradigma tersebut. Namun keuangan berperilaku juga bukannya tanpa kritik. Selama ini keuangan berperilaku hanya mengajukan temuan empiris yang membantah teori keuangan tradisional berbasis rasionalitas. Dalam konteks ini keuangan berperilaku masih menunjukkan keterbatasan. Saat ini sepertinya belum ada satu teori keuangan berperilaku yang terpadu atau *unifying behavioral finance theory* (Statman, 2018). Keuangan berperilaku masih tersusun atas beberapa teori yang sepertinya masih terpisah satu sama lain.

Meski demikian Statman (2018) lebih lanjut mengungkapkan bahwa keuangan berperilaku diumpamakan seperti mozaik yang tersusun atas beberapa potongan bagian, di mana gambar yang menyatu hanya akan muncul ketika bagian antar mozaik saling melengkapi satu sama lain. Sebagian besar penelitian dalam keuangan berperilaku terpusat dalam mengidentifikasi setiap bagian mozaik. Misalnya *neurofinance* sebagai salah satu bagian keuangan berperilaku, menggunakan pendekatan resonansi magnetik fungsional untuk mengidentifikasi pilihan keuangan seorang investor. Namun demikian pendekatan itu hanyalah satu di antara sekian banyak potongan mozaik lain yang juga mengidentifikasi pilihan keuangan. Potongan mozaik lain menawarkan identifikasi pilihan keuangan investor melalui pengamatan langsung, kuesioner, dan eksperimen.

Selain itu kritik terhadap keuangan berperilaku juga disampaikan terkait dengan identifikasi bias berperilaku yang dianggap saling tumpang tindih (*overlapping*) atau suatu bias yang hanyalah perluasan konsep dari bias berperilaku yang lain. Sebagai contoh Jhandir dan Elahi (2014) menyatakan bahwa *disposition effect* hanyalah perluasan dari konsep *loss aversion* dan *endowment effect*. Dalam perspektif. Statman (2018) mengenai keuangan berperilaku sebagai mozaik diungkapkan bahwa

setiap potongan mozaik bias berperilaku mencerminkan suatu kesalahan kognitif dalam pengambilan keputusan keuangan investor namun beberapa bagian cenderung berbenturan sehingga justru mengaburkan gambar mozaik yang utuh. Ini mengimplikasikan bahwa identifikasi dan penentuan berbagai macam bias berperilaku yang telah dilakukan tidak saling melengkapi dan justru tidak memberikan gambaran sepenuhnya mengenai keuangan berperilaku itu sendiri.

Arah Riset Keuangan Keperilakuan Masa Depan

Terkait dengan perkembangan teori keuangan berperilaku maka terdapat beberapa agenda bagi penelitian empiris di masa depan. Pertama, studi penelitian masa depan dapat berkonsentrasi pada pasar saham yang sedang berkembang (*emerging market*). Paska globalisasi, negara-negara berkembang memiliki pertumbuhan pasar keuangan yang lebih tinggi. Termasuk investor (institusi dan individu) yang semakin aktif berinvestasi di pasar saham. Hal ini meupakan ruang lingkup luas untuk penelitian masa depan. Selanjutnya, selain berfokus pada pasar saham, penelitian masa depan juga dapat dikembangkan pada pasar lain seperti derivatif. Kedua, perhatian harus diberikan pada penelitian empiris berbasis data primer untuk menganalisis perilaku investor selama pengambilan keputusan investasi. Ketiga, selain ekuitas, jenis aset lainnya, seperti obligasi dan multi-aset dapat dimasukkan pada saat menganalisis *home bias*. Alasan untuk inklusi tersebut adalah selama ini sebagian besar penelitian *home bias* difokuskan pada *equity home bias* dalam alokasi portofolio. Selain itu penelitian *home bias* juga dapat diarahkan terkait dengan perilaku *herding* investor individu dalam pengambilan keputusan. Keempat, penelitian dapat dilakukan dengan menggabungkan berbagai jenis investor seperti individu, institusi (reksadana, *hedge funds*, dana pensiun, penasihat investasi, dan lain-lain) untuk mengetahui perbedaan perilaku dan efek bias perilaku dalam pengambilan keputusan keuangan mereka.

Kesimpulan

Keuangan perilaku dinilai berarti seiring dengan kenyataan bahwa pendekatan ini memungkinkan kita memperkaya pemahaman tentang pasar keuangan dengan memasukkan unsur manusia ke dalamnya. Melalui keuangan berperilaku terdapat

integrasi antara prinsip ekonomi dan psikologi, di mana keduanya dipandang saling mempengaruhi satu sama lain.

Teori keuangan perlu dipahami dan diimplementasikan dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan investasi yang menguntungkan. Pemahaman terhadap teori keuangan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham dan investor sekaligus meningkatkan potensi mereka untuk berinvestasi lebih banyak. Dengan memahami keuangan keperilakuan maka diperoleh gambaran atas perilaku investor aktual dan faktor-faktor yang mengakibatkan perbedaan perilaku investor. Dari sisi perusahaan maka pengetahuan keuangan keperilakuan membantu mereka menentukan jenis sekuritas yang dapat memberikan keuntungan optimal. Dengan mengintegrasikan antara perspektif keuangan tradisional dan keuangan keperilakuan diharapkan tujuan keuangan baik individual maupun institusional dapat tercapai dengan lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, H. K., & Ricciardi, V. (Eds.). 2014. Wiley Finance Series. Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing. John Wiley & Sons Inc.
- Barber B. and Odean, T. 2000. Boys will be Boys: Gender Overconfidence and Common Stock Investment. *Working Paper*, University of California at Davis, Davis, CA
- Barberis, N. C., & Huang, M. 2001. Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns. *The Journal of Finance*, 56(4), 1247–1292
- Barberis, N. & Xiong, W. 2009. What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation. *The Journal of Finance*.64(2), 751-784.
- Barone-Adesi, G., Mancini, L., & Shefrin, H. 2012. A Tale of Two Investors: Estimating Risk Aversion, Optimism and Overconfidence. *Working Paper*.
- Bialkowski J, Etebari A, Wisniewski TP. 2012. Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns During Ramadan. *Journal of Banking & Finance*. 36: 835–845.
- Cao, M., & Wei, J. 2005. Stock Market Returns A Note on Temperature Anomaly. *Journal of Banking and Finance*. No.29, 1559-1573.
- Costa, D. F., Carvalho, F. de Melo, Moreira, B.C de Melo. 2018. Behavioral Economics and Behavioral Finance: A Bibliometric Analysis of the Scientific Fields. *Journal of Economic Surveys*. 33(1).

- Coval, J. D., & Shumway, T. 2005. Do Behavioral Biases Affect Prices? *Journal of Finance*. 60(1), 1–34.
- Daniel . K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam A. 1998. A Theory of Overconfidence, Self-Attribution and Security Market Under and Overreactions. *Manuscript*.
- De Bondt, W. 2018. Speculative Bubbles: Insights from Behavioral Finance. In A. Lewis (Ed.), *Cambridge Handbooks in Psychology. The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour* (p. 101–166). Cambridge University Press.
- De Bortoli D, Da Costa N Jr., Goulart M, Campara J. 2019. Personality Traits and Investor Profile Analysis: A Behavioral Finance Study. *PLoS ONE* 14(3).
- Eagly, A.H., 1995. The Science and Politics of Comparing Women and Men. *American Psychology*.50.145–158.
- Eagly, A.H., Wood, W., 1999. The Origins of Sex Differences in Human Behavior: Evolved Dispositions versus Social Roles. *American Psychology*. 54(6), 408–423
- Eakle, S.A., 1995. Going Where Few Women Have Gone. *Thrust Education Leadership*. 24(6), 16–21
- Feingold, A., 1994. Gender Differences in Personality: A Meta-Analysis. *Psychol. Bull.* 116, 429–456.
- Folkes, V. S. 1988. Recent Attribution Research in Consumer Behavior: A Review and New Directions. *Journal of Consumer Research*. 548–565
- Frazzini, Andrea. 2006. The Disposition Effect and Underreaction to News. *The Journal of Finance*. 61(4), 2017-2046.
- Germain, L., Rosseau, F., & Vanhems, A. 2005. Optimistic and Pessimistic Trading in Financial Markets. *Working Paper*.
- Heifetz, A., & Siegel, Y. 2001. *The Evolution of Biased Perceptions* (Working Paper).
- Hirshleifer, D. dan T. Shumway. 2003. Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *The Journal of Finance*. 58(3).
- Hoguet, G. 2005. How The World Works: Behavioral Finance and Investing In Emerging Markets. *State Street Global Advisors Essays and Presentations*.
- Hwang, S. & Satchell, S.E. 2010. How Loss Averse are Investors in Financial Markets? *Journal of Banking & Finance*. 34(10), 2425-2438.
- Jhandir, S.U. & Elahi, M.A. 2014. Behavioral Biases in Investment Decision Making and Moderating Role of Investor's Type. *Working Paper*. Presented at SZABIST's 20th National Research Conference.

- Kahneman, D., & Tversky, A. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.
- Kaestner, M. 2005. Anomalous Price Behavior Following Earnings Surprises: Does Representativeness Cause Overreaction? *Working Paper. Université Montpellier II*.
- Kapoor, S. & Prosad, Jaya M. 2017. Behavioral Finance: A Review. *Procedia. 5th International Conference on Information Technology and Quantitative Management*.
- Kliger, D. & Kudryavtsev, A. 2010. The Availability Heuristic and Investors' Reaction to Company-Specific Events. *The Journal of Behavioral Finance* .11 (1), 50-65.
- Liu, J., & Wang, M. C. 2010. Narrow Framing: Professions, Sophistication An Experience. *Journal of Futures Markets*, 30(3), 203–244
- Odean, T. 1998. Are Investors Reluctant to Realize Losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798.
- Olsen, R.A. 2001. Professor Burrell's Proposal for a Behavioral Finance: Some Reflections. *Journal of Psychology and Financial Markets*. 2(1). 54-56.
- Pompian, M. 2011. *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases* (2nd ed.). New Jersey: Wiley Finance Publications
- Sewell, M. 2010. *Behavioral Finance* (Revised). University of Cambridge.
- Shefrin, H. 2000. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing*. New York: Oxford University Press
- Shefrin, H., & Statman, M. 1985 . The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 40(3), 777–779.
- Shefrin, H. & Statman, M. 2000. Behavioral Portfolio Theory. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 35(2), 127-151.
- Shefrin, H. & Statman, M. 2011. *Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes* (Working Paper). Santa Clara University
- Shiller, R.J. 1987. Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence. National Bureau of Economic Research.
- Shleifer, Andrei. 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. United Kingdom: Oxford University Press.

- Silva, Paulo V.J da Gama, Santos, J.B. & Pereira G. P. 2019. Behavioral Finance in Brazil: A Bibliometric Study from 2007 to 2017. *Latin American Business Review*. 2-22.
- Statman, M. 1999. Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18–27.
- Statman, M. 2008. What is Behavioral Finance? In *Handbook of Finance* (Vol. II). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc
- Statman, M. 2018. Behavioral Efficient Markets. *The Journal of Portfolio Management*. 44(3), 76-87.
- Suto, Megumi & Toshino, Masashi. 2005. Behavioural Biases of Japanese Institutional Investors: Fund Management and Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*. 13. 466-477.
- Weber, M. & Camerer, C.F. 1998. The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis. *Journal of Economic Behavior and Organization*. 33(2), 167-184.