

Sekilas Tentang Behavioral Finance

Ika Sisbintari*

Staf pengajar di Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Jember

email: bintari.laros@gmail.com

ABSTRAK

Banyak *anomaly* pasar yang belum mampu dijelaskan oleh teori investasi. Hal ini membuat para pakar keuangan untuk menoleh kembali pada aspek non keuangan seperti psikologi investor. Oleh karena itu teori investasi saat ini berkembang dengan memperhatikan aspek perilaku investor di pasar modal. Muncullah yang disebut *Behavioral Finance*. *Behavioral Finance* merupakan suatu disiplin ilmu yang mengkaitkan tiga disiplin ilmu yaitu keuangan, sosiologi dan psikologi. *Behavioral Finance* bukan bertujuan untuk melawan *Standart Finance* tapi merupakan perkembangannya. Hal ini dikarenakan sentral kajian *Behavioral Finance* tetap Keuangan. Tujuan tulisan ini adalah untuk menjelaskan bahwa *behavioral finance* merupakan pelengkap *standar/tradisional finance*. Kajian ini menggunakan analisis deskriptif dari hasil-hasil penelitian.

Kata kunci : Behavioral Finance, Standar/Tradisional Finance, Perilaku Investor.

A Glance at Behavioral Finance

ABSTRACT

Many market anomalies have not been able to be explained by investment theory. This allows financial experts to turn back on non-financial aspects such as investor psychology. Therefore, the current investment theory develops by taking into account the behavior of investors in the capital market. Appears called Behavioral Finance. Behavioral Finance is a discipline that links the three disciplines of finance, sociology and psychology. Behavioral Finance is not intended to fight Standart Finance but it is a development. This is because the central study Behavioral Finance remains Finance. The purpose of this paper is to explain that behavioral finance is a complementary standard / tradisional finance. Analysis of writing is done Many anomaly markets that have not been able to be explained by the theory of investment. This allows financial experts to turn back on non-financial aspects such as investor psychology. Therefore, the current investment theory develops by taking into account the behavior of investors in the capital market. Appears called Behavioral Finance. Behavioral Finance is a discipline that links the three disciplines of finance, sociology and psychology. Behavioral Finance is not intended to fight Standart Finance but it is a development. This is because the central study Behavioral Finance remains Finance. The purpose of this paper is to explain that behavioral finance is a

complementary standard/ tradistionalt finance. This study uses descriptive analysis of the research results.

Keywords: Behavioral Finance, Standar/Traditional Finance, Investor Behavior.

A. PENDAHULUAN

Dunia investasi dan pasar modal selalu menjadi topik pembahasan menarik di era globalisasi seperti saat ini. Investasi menurut Jogiyanto (2009) adalah penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu tertentu. Dahulu dikenal jenis investasi yang berupa tabungan, deposito atau investasi dalam sektor riil seperti rumah, tanah dan lainnya. Perkembangan perekonomian yang begitu pesat berimbas semakin berkembangnya jenis investasi yang tersedia saat ini, seperti contohnya saham, reksadana dan obligasi. Jenis investasi yang dipilih sangat berpengaruh terhadap seberapa besar keuntungan yang diperoleh dari investasi tersebut.

Saat ini pilihan investasi berupa tabungan dan deposito tidak lagi menjadi suatu investasi yang menarik bagi orang-orang yang mengerti tentang perkembangan investasi karena tingkat pengembalian yang dihasilkan kecil. Investor lebih memilih untuk berinvestasi di saham atau obligasi karena memberikan keuntungan yang besar walaupun memiliki risiko yang besar juga. Meskipun kata investasi mempunyai arti yang sangat luas, konsep-konsep yang dipelajari dalam Manajemen Investasi lebih mengarah pada investasi di pasar financial, terutama pasar modal.

Investasi dan pasar modal sudah menjadi bagian dari fundamental ekonomi tidak hanya di negara maju, bahkan juga

negara berkembang. Indonesia pun saat ini sudah mulai muncul dengan kekuatan barunya di sektor investasi dan pasar modal. Perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada akhir tahun 2017 menunjukkan *track record* yang positif. Pada hari Jum"at (22/12/2017) Indeks Harga Saham gabungan (IHSG) ditutup menguat 0,61% atau 37,62 poin di level 6.221,01, level tertinggi sepanjang masa, setelah dibuka turun tipis 0,02% atau 1,53 poin di level 6.181,86. Padahal IHSG baru saja mencetak rekor setelah pada perdagangan Kamis (21/12) *rebound* dan berakhir menguat 1,21% atau 73,91 poin di level 6.183,39, pascapenaikan peringkat utang oleh *Fitch Ratings* (<http://market.bisnis.com/read/20171222/7/720919/transaksi-saham-22-desember-ihsg-tembus-6.200-walau-asing-net-sell>).

Pasar modal memberikan peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal memberikan dua fungsi sekaligus yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal memiliki fungsi ekonomi karena pasar modal menyediakan fasilitas yang mempertemukan dua pihak yang mempunyai kepentingan (pihak yang memiliki kelebihan dana/investor dan pihak yang memerlukan dana/issuer). Melalui pasar modal, perusahaan publik dapat memperoleh dana segar dari masyarakat selaku investor individual melalui penjualan saham lewat prosedur IPO atau melalui obligasi. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan

karena memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (return) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

B. PEMBAHASAN

Pasar modal telah dikenal sejak lama, Tvede (1999) menyatakan bahwa terminology “*bourse*” (yang berarti bursa dalam bahasa Indonesia) sudah dikenal sejak abad 16 ketika kediaman Van der Beurs di Bruges menjadi pusat perdagangan aset-aset finansial dan surat berharga. Bursa pertama yang lebih formal didirikan di Amsterdam pada tahun 1613, kemudian diikuti oleh negara Eropa lainnya.

Manajemen Investasi pada dasarnya dapat diumpamakan sebagai gedung yang terus dibangun dengan beberapa teori sebagai pilar utamanya, diantaranya *Portfolio theory* (Markowitz, 1952), *Capital Asset Pricing Theory* (Shape (1964), Lintner (1965), Mossin (1969)), *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970), maupun *Option Pricing Theory* (Black and Scholes, 1973). Teori portofolio yang diperkenalkan oleh Markowitz (yang dikalangan ahli manajemen keuangan disebut sebagai *the father of modern portfolio theory*) lebih dari 60 tahun yang lalu mengajarkan diversifikasi portofolio secara kuantitatif. Dengan bantuan teknik statistik sederhana ia dapat menunjukkan dengan sistematis bagaimana bekerjanya mekanisme “*not put all egg in one single basket*” sehingga investor dapat menekan risiko portofolionya. Markowitz juga yang mengajarkan bagaimana mengukur hasil (*return*) dan risiko (*risk*) portofolio sehingga memudahkan investor dalam membanding-bandingkan keranjang bukan telur.

Akar teori *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* mula-mula digali oleh Shape pada tahun 1964 kemudian disempurnakan oleh Lintner dan Mossin beberapa tahun kemudian. Dalam teori ini diajarkan bahwa hasil yang disyaratkan dalam sebuah investasi pada surat berharga ditentukan oleh dua komponen yaitu hasil investasi bebas risiko (*risk-free rate*) dan premi risiko (*risk premium*). Persamaan CAPM menunjukkan bahwa saham dengan risiko sistematis besar (yang ditunjukkan dengan koefisien beta) harus mampu menyediakan premi risiko yang besar pula, demikian sebaliknya.

Pilar ketiga manajemen investasi adalah *Efficient Market Hypothesis (EMH)* yang mula-mula dikenalkan oleh Fama pada tahun 1970. Pada dasarnya teori ini mengatakan bahwa dalam pasar modal yang efisien, semua informasi tercermin dalam harga. Harga akan menyesuaikan dengan tepat dan cepat terhadap informasi baru. Dengan mempelajari dan memahami teori ini dapat dilihat bagaimana dampak sebuah informasi terhadap harga saham, baik dari segi kecepatan (*speed*) maupun ketepatan (*accuracy*).

Option Pricing Theory diperkenalkan oleh Black dan Scholes pada tahun 1973. Teori ini mengajarkan perhitungan harga opsi (*option*). Opsi adalah salah satu bentuk surat berharga turunan (*derivative securities*) yang banyak diperjual belikan di pasar modal. Menurut Black dan Scholes, harga sebuah opsi ditentukan oleh lima faktor yaitu: harga surat berharga „induk“ (*underlying securities*), harga pada waktu dilaksanakannya hak opsi (*exercise price*), waktu yang tersisa sampai masa berakhirnya hak opsi, tingkat bunga serta volatilitas surat berharga „induk“.

Teori-teori investasi pada umumnya dibangun atas dasar berbagai asumsi. Salah satu asumsi utama adalah bahwa manusia selalu berfikir rasional dalam setiap pengambilan keputusan yang dilakukannya. Manusia juga diasumsikan mau memperhatikan informasi yang tersedia, mampu untuk mengevaluasi informasi tersebut dengan seksama dan mampu mencari jawaban berdasarkan analisis rasional atas informasi-informasi tersebut (Suryawijaya, 2003).

Lebih lanjut Suryawijaya (2003) menyatakan bahwa asumsi tentang perilaku investor ini pada dasarnya bersumber pada literatur ekonomi klasik dan neoklasik, yang memandang manusia sebagai makhluk yang mampu membuat keputusan berdasarkan pertimbangan-pertimbangan logis dan transparan. Manusia yang sering disebut sebagai *Homo economicus* adalah makhluk yang mampu memperhitungkan dan menemukan titik optimal sebagai jawaban bagi persoalan-persoalan ekonomi keuangan yang dihadapinya. Titik optimal merupakan sebuah titik yang mampu memberikan utilitas maksimal bagi pembuat keputusan.

Teori-teori investasi yang telah dikemukakan di atas merupakan beberapa teori keuangan dan investasi baik secara eksplisit maupun implisit mengasumsikan rasionalitas investor di pasar modal. Namun, dalam kenyataannya asumsi rasionalitas investor tidak mudah untuk dipenuhi. Baik para peneliti maupun para praktisi keuangan menemukan sejumlah fakta yang tidak sepenuhnya sejalan bahkan seringkali bertentangan dengan asumsi tersebut. Para investor di pasar modal sering menunjukkan perilaku irasional (*irrational behavior*) disamping seringkali melakukan tindakan berdasarkan *judgment* yang jauh

menyimpang dari asumsi rasionalitas. Pasar mungkin saja memberikan reaksi yang cepat terhadap informasi (seperti yang disyaratkan oleh *Efficient Market Hypothesis*), namun tidak tertutup kemungkinan adanya unsur subyektifitas, emosi dan berbagai faktor psikologis lainnya yang justru lebih mempengaruhi reaksi itu. Jatuhnya harga saham di pasar modal sering terjadi karena hysteria masa yang berlebihan, yang tidak dapat dijelaskan dengan logika.

Beberapa kasus *market crash*, menunjukkan bahwa unsur emosi dapat mengalahkan rasio para pelaku di pasar modal. Sebagai contoh dua peristiwa yang terekam dalam sejarah Manajemen Investasi yang berasal dari pasar modal di Amerika Serikat yaitu *Black Thursday* dan *Black Monday*. *Black Thursday* merupakan peristiwa yang terjadi di pasar modal Amerika Serikat pada tanggal 11 September 1986, sedangkan *Black Monday* merupakan peristiwa yang terjadi tanggal 19 Oktober 1987.

Black Thursday dipicu oleh pembicaraan (yang terjadi di Eropa) antar berbagai kalangan tentang kenaikan tingkat inflasi di Amerika Serikat pada hari Kamis tanggal 11 September 1986. Topik pembicaraan ini mengakibatkan harga *futures contracts* atas obligasi pemerintah Amerika Serikat (*T-Bond Futures*) mengalami penurunan, meskipun sebenarnya tidak terlalu serius dibandingkan dengan penurunan rata-rata selama seminggu terakhir pada saat itu. Namun, ketika *New York Stock Exchange (NYSE)* di Amerika Serikat membuka perdagangan muncullah „badai“ yang semakin lama semakin membesar. Ada semacam *invisible hands* yang mendorong orang untuk menjual saham dengan segera. Terjadilah *panic selling* dan harga

sahampun mulai berjatuhan. Selanjutnya, karena harga *underlying stock* jatuh, maka harga-harga *derivative securities* pun mengalami kehanduran hanya dalam waktu satu hari. Hari itu indeks industrial jatuh 87 point, dan berlanjut dengan 34 points pada hari berikutnya.

Hal yang lebih tidak masuk akal terjadi pada peristiwa *Black Monday*. Pada peristiwa ini, harga-harga saham di NYSE dalam kurun waktu hampir bersamaan mengalami penurunan yang sangat tajam dan hari itu tercatat sebagai hari terburuk bagi pasar modal Amerika Serikat sejak tahun 1929 (*great depression crash*). Beberapa bursa lain di berbagai penjuru dunia mengalami hal yang sama akibat adanya efek penularan (*contagious effect*) antar bursa. Terjadi kepanikan luar biasa di kalangan investor, global tidak *wave of selling*, dan pasar menjadi sangat tidak terkendali. *Dow Jones Industrial Average* kehilangan 22,6 persen dalam waktu sehari, jauh lebih besar daripada kerugian sebesar 12,9 persen di tahun 1929 (Suryawijaya, 2003).

Peristiwa *crash* juga pernah dialami oleh bursa di Indonesia pada tahun 2008. Peristiwa yang terjadi pada hari Rabu tanggal 8 Oktober 2008 tersebut dipicu ketakutan dan kepanikan individual investor atas terpuruknya ekonomi global serta trauma akan terulanginya krisis 1998. Pemilik saham secara membabi buta menjual saham yang menyebabkan IHSG terkoreksi lebih dari 10% hingga mencapai level 1.441. Melihat telah terjadi *panic selling* tersebut BEI mengambil kebijakan menutup perdagangan pada hari itu pada pukul 10.52 WIB (tidak ada perdagangan sesi kedua). Bahkan BEI juga tidak membuka bursa pada hari Kamis dan Jum'at tanggal 9 dan 10 Oktober 2008.

Tidak ada seorangpun yang dapat menjelaskan secara rasional latar belakang ketiga kejadian tersebut. Segera setelah kejadian pertama, Shiller (1986) mengirimkan kuesioner ke 175 investor institusional dan 125 investor individual secara acak di Amerika Serikat. Pada intinya pertanyaan yang diajukan menyangkut alasan yang melatarbelakangi para investor menjual saham pada periode *crash*. Sebanyak 113 balasan yang diterima, hanya 3 responden yang mengacu pada *economic and financial news and rumors*, selebihnya mengatakan bahwa mereka menjual karena orang lain juga menjual dan pasar mulai mengalami kejatuhan.

Shiller (1987) menemukan hal yang serupa pada *crash* di tahun 1987. Kuesioner yang disebar kurang lebih sebanyak 3000 eksemplar yang disebar ke 2000 investor individual dan 1000 investor institusional. Balasan yang diterima Shiller sebanyak 605 eksemplar dari investor individual dan 284 eksemplar dari investor institusional. Lebih dari dua pertiga dari responden memberikan jawaban yang tidak ada kaitannya dengan pertimbangan ekonomi, financial dan politik. Shiller kemudian menyimpulkan bahwa tindakan para investor yang tidak terkendali lebih dilatarbelakangi oleh faktor-faktor psikologis. Faktor ketakutan (*fear*), ketamakan (*greed*), dan kegilaan atau kepanikan (*madness*) para investor lebih dominan dalam situasi saat itu. Sejalan dengan hal tersebut, Bernstein (1995) mengatakan bahwa apabila manusia menghadapi ketidakpastian (*uncertainty*) mereka lebih cenderung untuk membuat keputusan yang lebih bersifat tidak rasional dan tidak konsisten, sehingga reaksi investor terhadap sebuah informasi semakin sulit untuk diprediksi (Suryawijaya, 2003).

Para peneliti juga telah banyak melakukan penelitian untuk membuktikan irasionalitas investor ini. Salah satunya adalah De Bondt dan Thaler (1985). Berangkat dari hasil-hasil penelitian psikologis eksperimental yang mengatakan bahwa pada umumnya orang cenderung untuk berreaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap peristiwa atau berita (apalagi) yang dramatis, mereka mencoba untuk menguji apakah perilaku yang sama juga ditemukan di pasar modal. De Bondt dan Thaler menemukan tanda-tanda terbuktinya *overreaction hypothesis* pada sampel penelitian mereka. Hal ini terlihat bukti bahwa saham-saham dengan return yang luar biasa rendah (*losers*) akan berbalik arah menjadi penghasil return yang luar biasa tinggi, sebaliknya saham-saham yang sebelumnya menghasilkan return tinggi (*winners*) akan berubah menjadi saham yang menghasilkan return yang rendah. Terjadinya pembalikan arah (*price reversal*) ini diyakini sebagai bentuk *self-correction* terhadap reaksi berlebihan yang telah ditunjukkan sebelumnya. Tegasnya, rasionalitas investor dalam memberikan reaksi terhadap informasi tidak terbukti. Temuan ini sejalan dengan penelitian Grossman yang dilakukan sendiri pada tahun 1976, maupun yang dilakukan dengan Stiglitz (1980) yang membuktikan keraguan mereka akan keberadaan *Informationally Efficient Market* (Suryawijaya, 2003).

Pada saat dipublikasikan temuan Grossman, Stiglitz, De Bondt dan Thaler ini mengundang banyak reaksi dan dipandang kontroversial, karena sebelumnya para ahli bidang keuangan seolah-olah terpana oleh hipotesis Fama pada tahun 1970 tentang efisiensi pasar modal. Ditemukannya reaksi berlebihan menimbulkan pertanyaan, jangan-jangan

saham yang diperdagangkan di bursa sebenarnya *mispriced*. Fakta yang juga ditemukan di pasar modal adalah bahwa sebelum memutuskan untuk menjual surat berharga yang dimilikinya, investor pada umumnya menengok ke belakang (membandingkan harga saat ini dengan harga pada saat dia membeli surat berharga tersebut). Hal yang menarik ternyata investor akan membatalkan menjual surat berharga yang dimilikinya jika ternyata harga sekarang lebih rendah dari harga pembelian untuk menghindari *pain and regret of having made a bad investment*, bukan merasa yakin bahwa besok atau lusa harga pasar surat berharga tersebut akan membaik dan menghasilkan keuntungan. Salah satu akibat adanya rasa “takut menyesal” ini menyebabkan banyak investor yang memiliki kecenderungan mengikuti arus (*follow the crowd*), dengan alasan jika ternyata investasi yang dilakukan tidak menguntungkan dia tidak sendirian. Orang merasa memiliki *excuse* bahwa kesalahan memilih investasi bukan semata-mata kesalahannya, dan terbukti bahwa tidak hanya dirinya yang melakukan *bad investment*.

Di pasar modal juga ditemukan keengganan sebagian orang untuk menjadi *multimarket investors* (menanamkan uangnya di beberapa bursa). Perilaku ini disebut *home biased selection*. Suryawijaya (2003) menjelaskan bahwa banyak investor cenderung untuk memilih pasar domestik dengan alasan investor cenderung untuk memilih pasar domestik dengan alasan yang sulit untuk dijelaskan secara rasional. Perilaku ini mungkin dapat dimengerti jika memang pasar domestik menjanjikan *return* yang lebih tinggi daripada pasar di luar negeri. Tetapi, ternyata perilaku ini juga muncul pada

investor yang berasal dari negara-negara yang mempunyai pasar domestik yang kurang menjanjikan. Hal ini bertentangan dengan prinsip diversifikasi yang dikemukakan oleh Markowitz (1952). Perilaku di atas menggambarkan bahwa investor enggan melakukan diversifikasi dan rela untuk menghadapi risiko yang lebih besar.

Teori-teori investasi dalam penerapannya memang tidak selalu mendapatkan hasil yang memuaskan. Banyak fenomena di lapangan terpaksa dikategorikan sebagai keganjilan pasar (*market anomaly*) karena tidak dapat dijelaskan latar belakang, proses, maupun arahnya dengan rasional. Dalam teori investasi, *anomaly* diartikan sebagai *an exception to a ruler or a model*. Dalam literature teori investasi dikenal beberapa contoh *market anomaly* ini, seperti *earnings announcement effect* (Latane et al (1969), Joy & Jones (1979)), *low price/earning ratio effect* (Basu, (1977,1983), Goodman & Pavy (1985)), *size effect* (Banz (1981), Reinganum (1981), Keim (1986)), *January effect* (Keim (1983), Bhardaj & Brooks (1992)) dan sebagainya. Sejak mulai dipublikasikannya temuan-temuan *market anomaly* ini bertahun-tahun lalu sampai saat ini belum juga ditemukan jawaban secara tegas oleh para akademisi di bidang keuangan.

Di bidang psikologi, penelitian-penelitian serupa juga telah banyak dilakukan. Statman (1995) mengamati perilaku investor dengan memusatkan perhatian pada elemen kejiwaan para investor. Salah satu gejala psikologis yang sering menjangkiti para investor di pasar modal adalah ketakutan akan munculnya penyesalan (*fear of regret*) yang menyebabkan mereka ragu-ragu dan bertindak tidak rasional. Dikatakan bahwa

orang akan merasa kecewa, sedih bahkan marah jika terbukti bahwa ia telah membuat kesalahan, sehingga ia akan sangat berhati-hati agar penyesalan itu tidak terjadi. Akibatnya, semakin banyaklah unsur-unsur yang dipertimbangkan oleh seorang investor sebelum membuat keputusan yang bukan tidak mungkin akan semakin membawanya menyimpang dari prinsip-prinsip rasionalitas.

Hal ini memicu peneliti di bidang keuangan untuk menoleh kembali pada aspek-aspek non ekonomi (terutama psikologi) untuk dipelajari perannya dalam mempengaruhi proses pengambilan keputusan yang dilakukan investor.

Kemudian diperkenalkan sebuah pendekatan baru yang dianggap lebih mampu untuk menjelaskan bagaimana proses pengambilan keputusan para investor berlangsung. Pendekatan ini dikenal sebagai *Behavioral Finance*. Pada teori ini dijelaskan bahwa teori investasi tidak lagi dipandang sebagai sebuah teori yang kaku, melainkan sebuah teori yang mengikut sertakan aspek-aspek psikologi yang mempengaruhi seorang investor dalam membuat keputusan.

Shefrin (2000) mendefinisikan *behavioral finance* adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Tingkah laku dari para pemain saham tersebut dimana Shefrin (2000) menyatakan tingkat laku para praktisi. Nofsinger (2001) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia secara *actual* berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (*a financial setting*). Khususnya, mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan. Kedua konsep yang diuraikan secara jelas

menyatakan bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi.

Sejarah *behavioral finance* sudah diawali pada tahun 1950 an, pada saat yang hampir bersamaan dengan teori Portfolio dari Markowitz. Pada masa itu Burrell (1951) yang kemudian dilanjutkan oleh Bauman (1967) telah mencoba untuk memasukkan unsur psikologi ke dalam penelitian keuangan yang mereka lakukan. Solvic (1969 dan 1972) mengemukakan aspek psikologi pada investasi dan *stockbroker* Tversky dan Kahneman (1974) menyampaikan penilaian pada kondisi ketidakpastian yang bisa menghasilkan heuristik atau bias. Kahneman dan Tversky (1979) dengan teori prospek dan dilanjutkan dengan pada tahun 1992 tentang Teori prospek Lanjutan. Thaler (1985) tentang *Mental Accounting*; Shefrin (1985, 2000) dengan berbagai tulisan untuk pengembangan perilaku keuangan dan sebuah buku *Beyond Greed and Fear*. Bondt (1998) menguraikan Potrait investor individu. Statman (1995), Golberg dan Nitzsch (1999) dan Forbes (2009) tentang Perilaku Keuangan.

Statman (1995) menyatakan bahwa manusianya *rational* untuk keuangan tradisional dan berpikir normal untuk perilaku keuangan. Sementara Shefrin (2005) menyatakan bahwa perbedaan Perilaku Keuangan dan Keuangan Tradisional ditunjukkan oleh dua persoalan untuk harga aset yaitu: pertama, *sentiment*, dimana *sentiment* ini merupakan faktor yang dominan dalam terjadinya harga di pasar untuk Perilaku Konsumen. Sementara Keuangan Tradisional menyatakan harga aset selalu

dikaitkan dengan risiko fundamental atau *time varying risk aversion*. Kedua, ekspektasi utilitas, melakukan maksimumisasi ekspektasi utilitas untuk keuangan tradisional. Sementara, perilaku keuangan menyatakan bahwa investor tidak sesuai dengan teori ekspektasi utilitas.

Fromlet (2001) menemukan bahwa karakteristik yang banyak ditemukan di kalangan investor adalah *heuristic dealing* terhadap informasi. *Heuristic* diartikan sebagai *the use of experience and practical efforts*. *Heuristic dealing* terhadap informasi bisa diartikan sebagai upaya untuk mengartikan informasi secara cepat dengan mengandalkan pengalaman serta intuisi yang dimiliki. Terkait dengan hal ini Kahneman dan Tversky (1979) mengatakan bahwa *heuristic dealing* lebih banyak terjadi pada investor menghadapi peristiwa yang baru pertama kali dialami.

Karakteristik perilaku investor lain yang sering dijumpai di bursa adalah rasa percaya diri yang berlebihan (*overconfidence*). Shiller (2000), Fromlet (2001), Suryaningrat (2003) menjelaskan bahwa seringkali investor berpikir mereka mengetahui lebih banyak dari yang mereka lakukan. Seorang investor yang baru melakukan dua atau tiga kali transaksi tidak jarang sudah merasa cukup cerdas dalam membuat berbagai keputusan investasi. Bila jumlah pelaku di bursa yang memiliki perilaku *overconfidence* banyak, maka secara agregat reaksi yang terjadi di pasar akan jauh dari rasionalitas.

Sementara itu, Lovric et al. (2008) menjelaskan bahwa keputusan investasi seorang investor individual terjadi interaksi yang interaktif antara model kognitif investor dan lingkungan investasi. Model kognitif investor

dipengaruhi oleh demografi, heuristik, strategi, tujuan, sikap terhadap risiko, waktu, motivasi, perasaan/*mood*, kepribadian, faktor lain. Lingkungan investasi yang dapat mempengaruhi investor meliputi *broker, dealer*, investor lain, *hedger* dan *gambler* serta sumberdaya informasi yang dimiliki.

Goetzmann dan Kumar (2001) menemukan bahwa *the diversification of investors with respect to demographic variable of age, income, and employment. Low income and non professional categories hold the least diversified portfolios*. Mereka juga menemukan bahwa *young active investor are over focused and inclined toward concentrated, undiversified portfolios, which might be a manifestation of overconfidence*.

Riset tentang perilaku investor dalam perspektif gender dilakukan oleh Rahadjeng (2011) menemukan bahwa perempuan lebih mampu berhati-hati dalam mengambil keputusan dibandingkan dengan laki-laki. Investor perempuan juga lebih banyak yang dapat mengambil keputusan secara akurat dibandingkan dengan laki-laki. Gejala-gejala tersebut menunjukkan bahwa investor perempuan lebih optimal dalam memanfaatkan informasi yang ada. Lebih lanjut Rahadjeng (2011) menjelaskan bahwa berdasarkan hasil analisis menunjukkan faktor yang mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal adalah faktor pendidikan, pendapatan, pekerjaan dan usia. Sedangkan faktor yang dominan mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan adalah pendapatan dan pendidikan.

Oprean (2014) yang melakukan riset di pasar modal dua negara berkembang yaitu Rumania dan Brazil

menganalisis tentang dampaknya dari perilaku perdagangan investor yang memiliki ekspektasi rasional dan investor yang menunjukkan aspek psikologis dan emosional dari keputusan manusia, yang disebut kesalahan perilaku, sebagai variabel independen dan volume perdagangan sebagai variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perdagangan dipengaruhi oleh perilaku irasional investor. Hasil ini serupa dengan temuan Puspitaningtyas (2013) yang melakukan penelitian terhadap 50 investor yang tergabung dalam Ikatan Analis Properti Indonesia (IKAPRI) yang menunjukkan hasil bahwa dalam pengambilan keputusan investasi mempertimbangkan informasi akuntansi akan tetapi faktor psikologi investor yang tercermin sebagai sinyal pribadi lebih mendominasi.

Elster (1998) serta Hermalin and Isen (2000) memastikan bahwa dalam setiap proses pengambilan keputusan investasi, termasuk kedalam kelompok apapun seorang investor (*adventure, celebrities, individualists, guardians atau straight arrows*) pasti akan melibatkan emosinya. Lebih lanjut Elster (1998) menjelaskan bahwa emosi adalah *the psychological state of arousal triggered by beliefs about something*. Suatu ketika rasio akan lebih mendominasi reaksi seseorang, tetapi pada saat yang lain bisa saja terjadi sebaliknya. Seorang investor yang merasa sangat yakin akan kemampuan manajemen dalam mengelola sebuah perusahaan bisa saja menjadi *over estimate* terhadap harga saham perusahaan tersebut. Meskipun data fundamental keuangan memberikan cerita sebaliknya, investor tersebut tetap berpegang teguh pada keyakinannya sehingga tidak ragu-ragu untuk

melakukan investasi pada saham perusahaan tersebut.

Sementara itu Chandra dan Kumar (2012) yang melakukan penelitian di India menjelaskan bahwa perilaku investor individu dimotivasi oleh berbagai heuristik psikologis dan bias. Menggunakan data survei lebih dari 350 investor individu, mereka mendokumentasikan empat hasil penting dalam konteks perilaku investor individu di India. Pertama, investor membuat keputusan investasi berdasarkan heuristik; investor mengasumsikan harga sebagai keputusan penting dan terlalu percaya diri dalam penilaian mereka. Kedua, perilaku investasi mereka sangat dipengaruhi oleh agen dan melakukan banyak pengelompokan keuntungan dan kerugian dalam membuat keputusan. Ketiga, meskipun investor mengikuti fundamental, mereka cenderung mereduksi informasi yang kompleks pada tingkat pertama; mereka lebih memilih potongan-potongan informasi yang mudah disesuaikan dalam pengambilan keputusan investasi mereka. Akhirnya, terdapat pola asimetris distribusi dan penggunaan informasi antar investor individu yang mempengaruhi perilaku investasi mereka untuk tingkat yang lebih besar.

Heshmat (2012) mengidentifikasi dan membandingkan persepsi investor non-profesional tentang pentingnya faktor yang dipilih dalam keputusan investasi saham. Kebanyakan penelitian sebelumnya telah difokuskan pada investor profesional dan tidak ada telah mempelajari mahasiswa perempuan di Saudi sebagai calon investor non-profesional dalam waktu dekat. Banyak variabel yang diidentifikasi terkait dengan keputusan kepemilikan saham. Variabel usia, pendapatan, pendidikan, IPK,

pendaftaran dalam kursus keuangan, kelas diperoleh dalam kursus keuangan, dan toleransi risiko pada sampel yang memiliki saham atau kesediaan untuk memiliki saham di masa depan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor individu lebih mungkin untuk memiliki saham jika mereka memiliki pendidikan yang lebih tinggi. Hasil juga menunjukkan bahwa meminimalkan risiko, reputasi perusahaan, EPS, dan volatilitas dan harga saham sangat mempengaruhi keputusan mereka mengenai saham.

Hoffmann dan Shefrin (2010) menemukan bahwa investor individu yang menggunakan analisis dan perdagangan opsi teknis sering membuat keputusan portofolio yang buruk, sehingga *return* secara dramatisakan lebih rendah. Lebih lanjut dijelaskan bahwa investor individu yang menggunakan analisis teknis yang tidak proporsional cenderung memiliki spekulasi pada (1) pengembangan pasar saham jangka pendek sebagai tujuan investasi utama mereka, (2) memegang portofolio yang lebih terkonsentrasi pada tingkat yang lebih tinggi, (3) kurang cenderung bertaruh pada fase pembalikan, (4) memilih eksposur risiko yang menampilkan rasio yang lebih tinggi dari risiko tidak sistematis terhadap total risiko, (5) terlibat dalam lebih banyak pilihan perdagangan, dan mendapatkan hasil yang lebih rendah.

Baker dan Nofsinger (2010) menjelaskan bahwa *Behavioral Finance* mempelajari bagaimana manusia secara *actual* berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (*a financial setting*). *Behavioral Finance* mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan perusahaan dan pasar keuangan. Jadi *Behavioral Finance* menjelaskan bahwa manusia

dalam melakukan pengambilan keputusan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi.

Ricciardi dan Simon (2000) menjelaskan bahwa *behavioral finance* merupakan interdisiplin dari tiga kajian (*Integrate behavioral finance*) yaitu psikologi, sosiologi dan keuangan. Lebih lanjut Ricciardi dan Simon (2000) menjelaskan “*when studying the concept of behavioral finance, tradisional finance is still the centerpiece. However, the behavioral aspects of psychology and sociology are integral catalysts within this field of study*”. Memperhatikan pendapat Ricciardi dan Simon (2000) tersebut, terlihat jelas bahwa *behavioral finance* tidak menyingkirkan *tradisional finance*, namun melengkapi kajian dengan menambahkan bidang sosiologi dan psikologi.

C. KESIMPULAN

Memperhatikan pembahasan di atas, terlihat bahwa munculnya *Behavioral Finance* untuk menjawab beberapa anomali pasar yang belum mampu dijawab oleh teori-teori investasi yang ada. *Behavioral Finance* mempelajari bagaimana manusia secara *actual* berperilaku dalam sebuah keputusan keuangan. *Behavioral Finance* mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan perusahaan dan pasar keuangan. *Behavioral finance* merupakan interdisiplin dari tiga kajian yaitu psikologi, sosiologi dan keuangan. Jadi terlihat jelas bahwa *behavioral finance* tidak menyingkirkan *tradisional finance*, namun melengkapi kajian dengan menambahkan bidang sosiologi dan psikologi.

Referensi :

- Baker, H. Kent & John R. Nofsinger, 2010, *Behavioral Finance: An Overview*, In *Behavioral Finance: Investor, Corporations, and Market*, Editors H. Kent Baker and John R. Nofsinger, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, P, 3 – 21
- Basu, S, 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earning Ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, Vol. 3, No. 3 (Jun 1977) pp. 663 – 682.
- , 1983. The Relationship between Earnings“ Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90031-4](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(83)90031-4)
- Bauman, W.S, 1967, *Scientific Investment Analysis: Science or Fiction?* *Financial Analyst Journal*, Jan-Feb.
- Banz, R., 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Finance Economics*. 9.pp 3 – 8.

- Bhardwaj, R. & Brooks, L. 1992, Dual betas from bull and bear markets: Reversal of the size effect, *Journal of Financial Research*, vol.16, pp.269-83
- Bondt, W.F.M De, 1998. Behavioural Economics. A portrait of the individual investor. *European Economic Review* 42 (1998) 831~844
- Black, F & M, Scholes, 1973, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *The Journal of Political Economy*, 81, May-June.
- Burrell, O.K, 1951. Possibility of an Experimental Approach to Investment Studies, *Journal of Finance*, June.
- Chandra, Abhijeet & Kumar, Ravinder, 2012, Factor Influencing Indian Individual Investor Behaviour: Survey Evidence, *Decision*, Vol 30, No. 3, December.
- De Bondt, W. F. M & R. Thaler, 1985, Does The Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, Vol. XL, No. 3, July.
- Elster, J. 1998, Emotions and Economic Theory, *Journal of Economic Literature*, 36, No.1.
- Fama, E.F. 1970, Efficient Capital Market: A Review on Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, May.
- Forbes, William, 2009, *Behavioural Finance* 1st Edition, John Wiley and Sons Ltd. Chichester.
- Formlet, H, 2001, Behavioral Finance- Theory and Practical Application, *Business Economics*, Vol. 36, No. 3, July.
- Goetzmann, William N. & Alok Kumar, 2001, Equity Portfolio Diversification, Working Paper 8686. National Bureau of Economic Research Working Paper Series. December 2001
- Goldberg, L and R. von Nitzsch. 2001. *Behavioral Finance*. John Wiley and Sons Ltd. New Jersey.
- Goodman, David A. & John W. Peavy III, 1985, *Hyperprofits : Beat the Pros With This New, Proven Investment System* Hardcover, 1st edition, Doubleday & Company Inc.
- Grossman, S. J. & J. E. Stiglitz, 1980, On the Impossibility of Informationally Efficient Market, *The American Economic Review*, June.
- Grossman, S. J. 1976, On the Efficiency of Competitive Stock markets Where Trades Have Diverse Information, *Journal of Finance*, Vol 31, No. 2, May.
- Hermalin, B. & A.M. Isen, 2000, The Effect of Affect on Economic and Strategies Decision Making, Johnson Graduate School of Management, Cornell University Working Paper.
- Heshmat, Nesma Ahmed, 2012, Non-professional investors' Behavior: an Empirical Study of Female Saudi Investors, *International Journal of Commerce and Management* Vol 22 no. 1. 2012: 75 – 90
- Hoffmann, Arvid O. I., Shefrin, Hersh and Pennings, Joost M. E., *Behavioral Portfolio Analysis of Individual Investors* (June 24,

- 2010). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1629786> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1629786>
- Jogiyanto, 2007, Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi 2007, BPFE UGM, Yogyakarta
- Joy O. C, Jones. 1979. Earning Reports and Market Efficiencies: An Analysis of Contrary Evidence. *Journal of Financial Research*. Spring
- Kahneman, D. dan A. Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*. Vol 47: 263 – 291.
- Keim, Donald B., 1983. Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality Future Empirical Evidence, *Journal of Finance Economics* 12 (1983) 13 – 32, Nort-Holland.
- Latane, H. A. C, P. Jones. 1969. E/P Ratios vs. Changes in Earning in Forecasting Future Price Changes. *Financial Analysts Journal*. January- February
- Lintner, J. 1965, Security Prices, Risk, and Maximum Gains From Diversification, *Journal of Finance*, Dec.
- Lovric, M, et al. 2008, A Conceptual Model of Investor Behavior, Erasmus School of Economics. Erasmus University. Rotterdam.
- Markowitz, H.M. 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance*, March.
- Mossin, J. 1969, Security Pricing and Investment Criteria in Competitive Markets, *American Economic Review*, Dec.
- Oprean, Camelia, 2014, Effects of Behavioural Factors on Human Financial Decisions, *Procedia Economics and Finance* 16 (2014): 458 – 463.
- Puspitaningtyas, Zarah. 2013. Perilaku Investor dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal, *Forum Manajemen Indonesia* ke-6.
- Rahadjeng, Erna Retna, 2011, Analisis Perilaku Investor Perspektif Gender Dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Pasar Modal, *Humanity*. Vol.6. No. 2: 90 – 97.
- Reinganum, Marc R., 1981, Abnormal Returns in Small Firm Portfolios. *Financial Analysis Journal*, March – April, 1981. 52 - 56.
- Ricciardi, Victor & Simon Helen K. 2000, What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology Journal* Fall, P.1-9.
- Sharpe, W. F. 1964, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk, *Journal of Finance*, Sept.
- Shefrin, Hersh, 2000, Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing, Harvard Business School Press.
- Shefrin, Hersh, 2008, A behavioral Approach to Asset Pricing; Second Edition, Elsevier Academic Press.
- Shiller, R.J. 1986, Survey Evidence Regarding the September 11-12

- Stock Market Drop, Yale University, November.
- , 1987, Investor Behavior in The October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence. Working Paper No. 2446. Working Paper No. 2446. National Bureau of Economic Research Working Paper Series. November 1987.
- Slovic, P, 1969, Analyzing the Expert Judge: A Study of a Stockbroker's Decision Process, Journal of Applied Psychology, Vol. 54, No. 4, August.
- , 1972, Psychological Study of Human Judgment: Implication for Investment Decision Making, Journal of Finance, 27 (4).
- Statman, M, 1995, Behavioral Finance versus Standard Finance, In Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management, Edited by Arnold S. Wood. Charlottesville. VA.
- Suryawijaya, Marwan Asri, 2003, Ketidakrasionalan Investor di Pasar Modal, Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar. Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.
- Thaler, R.H. 1985, The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Tvede, L. 1999, The Psychology of Finance, John Wiley 7 Sons Ltd, Baffin Lane, Chisheter, West Sussex, England.