

# Teori Perilaku Keuangan (Behaviour Finance)<sup>1</sup>

Oleh: Prof. Dr. Adler Haymans Manurung<sup>2</sup>

## Pendahuluan

Pada awalnya, investor dalam melakukan investasi tidak saja hanya menggunakan estimasi atas prospek instrumen investasi, tetapi faktor psikologi sudah ikut menentukan investasi tersebut. Bahkan, berbagai pihak menyatakan bahwa faktor psikologi investor ini mempunyai peran yang paling besar dalam berinvestasi. Salah satu contoh yang cukup menarik dilihat adanya rasional terikat (bounded rationality) dalam berinvestasi. Adapun contoh dari rasional terikat ini yaitu investor selalu melakukannya tidak rasional, misalnya Manajer investasi menawarkan investasi dengan tingkat pengembalian 12% per tahun dan ada teman investor menawarkan investasi yang sama dengan tingkat pengembalian 11% per tahun, investor akan memilih investasi yang ditawarkan manajer invests yang ditawarkan temannya. Pada sisi lain terjadi juga investor menjual secepatnya saham yang dimiliki bila kelihatan sudah untungl dan menahan saham sangat lama ketika harga saham turun (Shefrin, 1985). Kasus ini memperlihatkan investor tidak mau mengalami kerugian atas investasi yang dimilikinya. Saham yang sudah drop tidak dijual sampai saham tersebut naik kembali sampai mendapatkan untung sedikit baru dijualnya. Padahal, berbagai buku teks investasi menyatakan bahwa saham merupakan investasi untuk jangka panjang. Bahkan sudah ada penelitian yang menyatakan bahwa memegang saham dalam jangka panjang sama hasilnya dengan melakukan perdagangan saham itu pada periode yang sama dengan menahan saham itu dalam jangka panjang.

Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau perilaku keuangan (Behaviour Finance). Shefrin (2000) mendefinisikan behaviour finance adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Tingkah laku dari para 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.

Perilaku keuangan ini mulai dikenal berbagai pihak terutama akademisi setelah Solvic (1969 dan 1972) mengemukakan aspek psikologi pada investasi dan stokbroker

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

---

<sup>1</sup> Satu bab dalam buku Prof. Dr. Adler Haymans Manurung (2012)“Teori Investasi: Konsep dan Empiris.”; PT Adler Manurung Press

<sup>2</sup> Guru Besar Pasar Modal dan Perbankan; serta President Direktur PT Valuasi Investindo, PT Finansial Bisnis Informasi dan PT Adler Manurung Press

individu. Statman (1995), Golberg dan Nitzsch (1999) dan Forbes (2009) tentang Perilaku Keuangan.

## Teori

Pembahasan teori Perilaku Keuangan ini sedikit agak lebih hati-hati karena sudah memasukkan analisis faktor psikologi dalam membahas keputusan dalam bidang keuangan. Kahneman sebagai salah satu promotor teori ini mendapatkan hadiah Nobel pada tahun 2002 yang memberikan alternatif analisis dalam bidang ekonomi dan keuangan.

Shefrin (2000) menyatakan ada tiga tema yang dibahas dalam Perilaku Keuangan, dimana tema tersebut dibuat dalam bentuk pertanyaan yaitu:

- Apakah Praktisi keuangan mengakui adanya kesalahan karena selalu berpatokan kepada aturan yang telah ditentukan (*rules of thumb*). Bagi penganut Perilaku Keuangan mengakuinya sementara keuangan tradisional tidak mengakuinya. Penggunaan *rules of thumb* ini disebut dengan *Heuristics to Process data*. Penganut keuangan tradisional selalu menggunakan alat statistik secara tepat dan benar untuk mengolah data. Sementara penganut Perilaku Keuangan melaksanakan *rules of thumb* seperti “*back-of-the-envelope calculations*” dimana ini secara umum tidak sempurna. Akibatnya, praktisi memegang “*biased beliefs*” yang mempengaruhi memenuhi janji terhadap kesalahan tersebut. Tema ini dikenal dengan *Heuristic-driven bias*.
- Apakah bentuk termasuk inti persoalan (*substance*) mempengaruhi praktisi ? Penganut Perilaku Keuangan menyatakan bahwa persepsi praktisi terhadap risiko dan tingkat pengembalian sangat dipengaruhi oleh bagaimana “*decision problem*” dikerangkannya (*framed*). Sementara penganut Keuangan Tradisional memandang semua keputusan berdasarkan transparan dan objektif. Tema ini dikenal dengan *frame dependence*.
- Apakah kesalahan dan kerangka mengambil keputusan mempengaruhi harga yang dibangun pada pasar ? Penganut Perilaku Keuangan menyatakan “*heuristic-driven bias*” dan pengaruh framing menyebabkan harga jauh dari nilai fundamentalnya sehingga pasar tidak efisien. Sementara penganut Keuangan Tradisional mengasumsikan pasar efisien seperti yang diuraikan Fama (1970). Tema ini dikenal dengan pasar tidak efisien (*inefficient market*)

Statman (1995) menyatakan bahwa manusianya rasional 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*.

Salah satu penggagas teori ini Kahneman dan Tversky (1979) yang memperkenalkan teori *Prospek*. Teori ini dimulai dengan mengkritik teori *Utilitas* yang paling banyak dipergunakan dalam menganalisis investasi terutama dalam kondisi berisiko. Manusia dalam mengambil keputusan berperilaku menurut ilmu psikologi. Pengambilan keputusan kondisi berisiko dapat dipandang sebagai sebuah pilihan antara *prospek* atau *gambles*. Sebuah *prospek* ( $y_1, p_1; \dots; x_n$ ,

$p_n$ ) merupakan sebuah kontrak yang menghasilkan hasil  $x_i$  dengan probabilitas  $p_i$  dimana  $p_1 + p_2 + \dots + p_n = 1$ . Bisa digunakan  $(x, p)$  untuk menyatakan prospek  $(x, p; 0, 1 - p)$  yang menghasilkan  $x$  dengan probabilitas  $p$  dan  $0$  dengan probabilitas  $1 - p$ . Diskusi yang dibicarakan dibatasi kepada prospek yang disebut dengan probabilitas objektif atau standar.

Ada tiga prinsip yang harus dipegang untuk mengaplikasikan teori ekspektasi utilitas kepada pilihan antara prospek yaitu:

- Ekspektasi:  $U(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n) = p_1 u(x_1) + \dots + p_n u(x_n)$   
Seluruh utilitas prospek ditunjukkan oleh  $U$ , merupakan ekspektasi utilitas dari hasilnya.
- Asset Integration:  $(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n)$  diterima pada posisi aset  $w$  jika hanya jika  $U(w + x_1, p_1; \dots; w + x_n, p_n) > u(w)$   
Sebuah prospek dapat diterima jika utilitas yang dihasilkan dari penggabungan (integrating) the prospek dengan satu aset yang melebihi utilitas aset tersebut tersendiri. Domain fungsi utilitas adalah situasi akhir (final states) daripada gain atau rugi.
- Risk Aversion:  $u$  adalah cekung (concave) ( $u'' < 0$ )  
Seseorang dinyatakan sebagai penghindar risiko (risk averse) jika orang tersebut akan lebih menyukai prospek tertentu ( $x$ ) untuk setiap prospek dengan nilai ekspektasinya  $x$ . Pada teori ekspektasi utilitas, penghindar risikonya sama kepada kecekungan fungsi utilitasnya. Kelaziman penghindar risiko kemungkinan dikenal dengan generalisasi kecuali pemilihan risiko.

Sesuai dengan uraian sebelumnya, pembahasan teori prospek dimulai dengan hasil moneter dan probabilitas situasi (states probabilitas), tetapi akan bisa diperluas dengan banyak pilihan. Dalam teori prospek memisahkan dua tahap pada proses pilihan yaitu pertama, tahap perbaikan (editing phase), merupakan tahapan analisis awal atas prospek yang ditawarkan. Hasil tahapan ini representasi prospek yang sederhana. Fungsi dari tahapan ini mengorganisasikan dan memformulasi opsi yang ada sehingga memudahkan melakukan evaluasi dan pilihan. Kedua, tahap evaluasi (evaluating phase) dan pemilihan prospek yang bernilai tinggi.

Bila seluruh nilai dari prospek yang sedang diperhatikan ditunjukkan oleh  $V$  dimana dinyatakan dalam dua skala  $\pi$  dan  $v$ . Skala  $\pi$  dihubungkan dengan setiap probabilitas  $p$  yang penimbang keputusannya  $\pi(p)$ , merefleksikan pengaruh  $p$  pada seluruh nilai prospek. Tetapi  $\pi$  bukan ukuran probabilitas dan akan ditunjukkan bahwa  $\pi(p) + \pi(1 - p)$  secara khusus lebih kecil dari satu. Skala  $v$  dinyatakan kepada setiap hasil  $x$  yang jumlahnya  $v(x)$ , merefleksikan nilai subjektif dari hasilnya. Hasil didefinisikan relatif terhadap poin yang dituju (reference poin), yang dianggap sebagai poin nol dari nilai skala.  $v$  mengukur nilai gain atau rugi, jarak dari poin yang dituju.

Adapun formulasi prospek sederhananya  $(x, p; y, q)$  yang memiliki dua hasil bukan nol, sehingga  $x$  dengan probabilitas  $p$  dan  $y$  dengan probabilitas  $q$  dan tidak ada probabilitas  $1 - p - q$  dimana  $p + q \leq 1$ . Sebuah prospek yang ditawarkan secara tepat positif jika hasilnya seluruhnya positif  $y > 0$  dan  $p + q = 1$ ; hasilnya secara tepat negatif jika hasil seluruhnya negatif. Sebuah prospek regular jika hasilnya secara tepat tidak negatif atau positif. Persamaan dasar dari teori yang diuraikan dimana  $v$  dan  $\pi$  dikombinasikan untuk menentukan seluruh nilai dari prospek regular.

Jika  $(x, p; y, q)$  merupakan prospek regular (misalnya, salah satu  $p + q < 1$  atau  $x \geq 0 \geq y$ , atau  $x \leq 0 \leq y$ ) kemudian sbb:

$$V(x, p; y, q) = \pi(p) v(x) + \pi(q) v(y) \quad (16.1)$$

dimana  $v(0) = 0$ ;  $\pi(0) = 0$  dan  $\pi(1) = 1$ . Sesuai dengan teori utilitas.  $V$  dinyatakan prospek, dan  $v$  dinyatakan hasil. Dua skala secara kebetulan prospek yang sama dimana  $V(x, 1.0) = V(x) = v(x)$ .

Dalam tahap evaluasi, prospek yang secara tepat dinyatakan positif dan negative harus mengikuti aturan yang berbeda. Pada tahapan perbaikan (editing), prospek tersebut dipisahkan ke dalam dua komponen (a) komponen berisiko rendah misalnya, untung atau rugi minimum yang secara tertentu dapat diperoleh atau dibayar; (b) komponen yang berisiko; adalah tambahan gain atau rugi yang secara aktual pada "stake". Evaluasi prospek akan diuraikan sebagai berikut:

Jika  $p + q = 1$  dan salah satu  $x > y > 0$  atau  $x < y < 0$  maka

$$V(x, p; y, q) = v(y) + \pi(p)[v(x) - v(y)] \quad (16.2)$$

Nilai tersebut merupakan nilai prospek yang secara tepat positif atau negative sama dengan nilai komponen tidak berisiko ditambah nilai perbedaan (value-difference) hasil yang dikalikan dengan penimbang bersamaan dengan hasil yang ekstrim. Nilai sebelah kanan persamaan (16.2) sama dengan  $\pi(p) v(x) + [1 - \pi(p)]v(y)$ . Persamaan (16.2) menjadi persamaan (16.1) jika  $\pi(p) + \pi(1 - p) = 1$ .

Berdasarkan uraian sebelumnya maka teori prospek berisikan tiga fungsi yaitu spesifikasi mental accounting untuk mendapatkan pengaruh framing (framing effect); fungsi nilai (value function) menyatakan fungsi utilitas yang mendefinisikan untung (gain) dan rugi (losses); sebuah fungsi penimbang probabilitas (probability weighting function).

### Fungsi Nilai

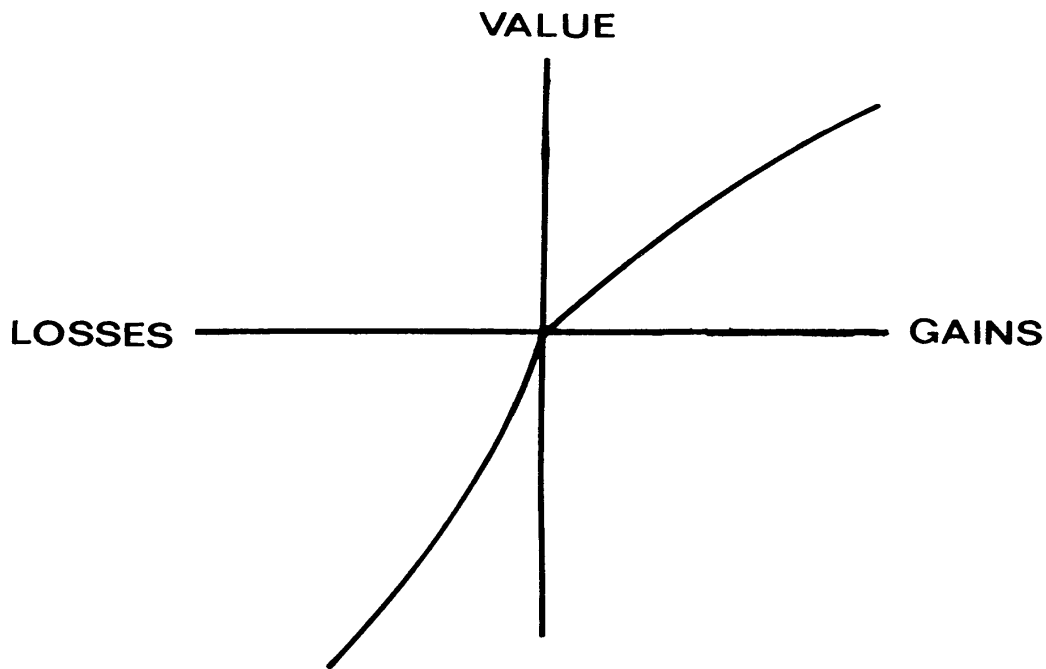
Fungsi nilai adalah fungsi utilitas yang mendefinisikan untung dan rugi. Fungsinya cekung (concave) pada domain gain untuk merefleksikan penghindar risiko dan cembung (convex) pada domain rugi untuk merefleksikan menyukai risiko (risk seeking). Ada sebuah titik tidak berbeda pada aslinya (origin, titik nol) dan fungsi tersebut lebih curam (steeply) kemiringannya disebelah kiri dari titik nol dibandingkan sebelah kanan. Tversky – Khaneman menyatakan bahwa:

$$u(x) = x^{\gamma^*G} \quad (16.3)$$

jika  $x \geq 0$  dan

$$u(x) = -\lambda_L (-x)^{\gamma^*L} \quad (16.4)$$

Jika  $x < 0$ . Adapun fungsi  $u$  digambarkan pada grafik dibawah ini.



Sumber: Kahneman and Tversky (1979)

Parameter  $\lambda_L$  menyatakan berapa sebuah kerugian dinilai secara psikologi relatif terhadap sebuah keuntungan dari besaran yang sama. Shefrin (2005) menyatakan nilai  $\lambda$  ini sebesar 2,5.

### Fungsi Penimbang

Kahneman – Tversky (1979) mengemukakan fungsi penimbang  $\pi$  pada interval (0,1) memiliki fungsi kontinyu dan cembung pada interval terbuka (0,1) , terletak diatas garis lurus  $45^0$  dan berdekatan dengan 0 dan terletak dibawah garis lurus  $45^0$  untuk jaraknya.

Nilai  $\pi(0) = 0$  dan  $\pi(1) = 1$  ditentukan, memberikan peningkatan yang tidak berkesinambungan (discontinuities) pada kedua ekor unit interval.

Dalam kerangka penyelesaian ketidakkonsistenan teknis, Tversky-Kahneman (1993)

Membuat perbaikan kecil kepada skemanya. Fungsi distribusi kumulatif diusulkan untuk digunakan sebagai dasar untuk penimbang. Juga diusulkan untuk sebuah modifikasi fungsi penimbang.

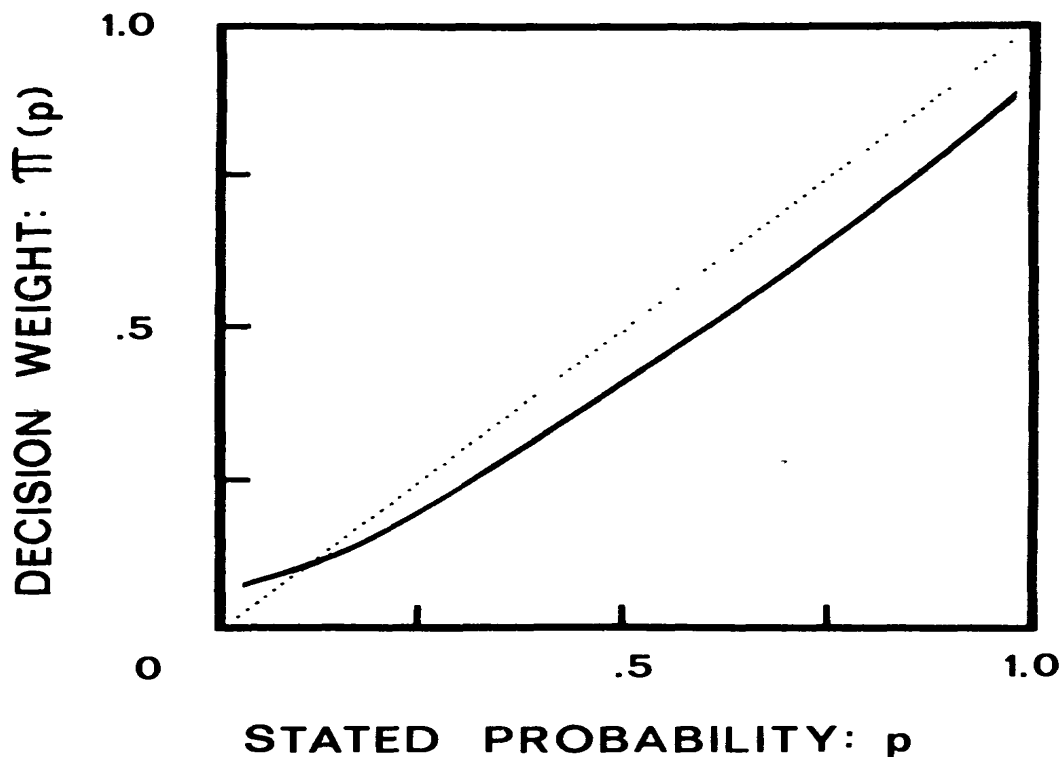
Sebagai representasi kumulatif, salah satu contoh dimulai dengan hasil gain ( $x_k$ ) dimulai dari yang terjelek sampai yang paling bagus, dimana hasil yang paling jelek dinilai 1 dan hasil yang paling bagus diberi nilai n. Kerugian ( $x-k$ ) dinilai dengan  $-k$ , dimana rugi yang paling sesuai dinilai -1 dan rugi yang kurang sesuai dinilai  $-m$ . Nilai  $k = 0$  menyatakan hasil nol yang memberikan arti tidak ada gain atau rugi.

Misalkan fungsi distribusi dekumulatif untuk gain  $D_k^c = \Pr\{x \geq x_k\}$  dan dihubungkan dengan fungsi kumulatif untuk rugi  $D_{-k}^c = \Pr\{-x \leq -x_{-k}\}$ . Tversky-Kahneman mendefinisikan fungsi

penimbang modifikasi  $v(D_{k-1}^c - D_k^c)$  untuk gain dan  $v(D_{-k+1}^c - D_{-k}^c)$  untuk rugi. Tentukan  $p$  menyatakan argumen dari  $v$ . Jika  $v(p)$  adalah fungsi identitas kemudian penimbang diikutkan oleh  $v$  kepada sebuah even merupakan probabilitasnya. Sebagai fungsinya bentuk dari  $v$ , Kahneman – Tversky mengusulkan sebagai berikut:

$$v(p) = \frac{p^{\alpha_i}}{(p^{\alpha_i} + (1-p)^{\alpha_i})^{1/\alpha_i}} \quad (16.5)$$

dimana  $i$  menyatakan salah satu gain atau rugi.  $v$  dapat memiliki parameter yang berbeda gi. Adapun fungsi penimbang  $v$  digambarkan pada grafik berikut dibawah ini.



Sumber: Kahneman and Tversky (1979)

Perilaku keuangan menjadi topik penelitian terbaru dan metoda yang dipergunakan. Olsen (1998) menyatakan bahwa teori chaos dan adaptive decision making sudah mendapat tempat pada perilaku keuangan dalam rangka menjelaskan volatilitas saham.

### Empiris

Hasil penelitian yang diuraikan pada bagian ini merupakan penelitian yang mengandung perilaku keuangan investor dengan berbagai situasi pasar. Tindakan ini dilakukan untuk memperlihatkan bagaimana perilaku keuangan sudah mendapatkan tempat bagi investor ketika mengambil keputusan dalam berinvestasi.

Statman dkk (2003) melakukan penelitian mengenai volume perdagangan dengan overconfidence. Penelitian ini menggunakan metode VAR dan impulse-response function untuk menguji hipotesis trading volume implikasinya terhadap overconfidence. Data yang digunakan tingkat pengembalian bulana dan volume perdagangan selama periode Juli 1962 sampai dengan Desember 2001. Hasil penelitiannya memberikan kesimpulan sebagai berikut:

*We find empirical support for the overconfidence hypothesis as well as the disposition affect of Shefrin and Statman (1985). Specifically, market-wide trading activity in NYSE/AMEX shares is positively correlated to past shocks in market return, with the turnover response lasting months and perhaps years. This increase (decrease) in market-wide trading activity subsequent to bull (bear) markets can be explained by either the overconfidence hypothesis or the disposition effect. Vector autoregressions on individual stocks indicate that volume responds to past shocks in individual security return, which prior researchers have interpreted as evidence of disposition effect trading. However, we show that individual security trading activity is even more responsive to past shocks in the market-wide return, which we interpret as evidence of the overconfidence hypothesis. The empirical lead-lag relationships between returns and trading activity as measured by turnover are both statistically and economically significant and an important empirical characteristic of the domestic equity market. The trading volume patterns we document are in addition to well-known volume- volatility relationships and turn-of-the- year effects, and are robust to a number of specification alternatives.*

Kamesaka dkk (2003) melakukan penelitian mengenai pola investasi dan kinerja kelompok investor di Jepang. Penelitian ini menggunakan data mingguan yang masuk ke Jepang dengan sampel investor asing, investor individu serta lima jenis investor institusi. Adapun periode penelitian selama Januari 1980 sampai Oktober 1997. Hasil penelitian ini sebagai berikut:

*“Securities firms, banks, and foreign investors perform well over the sample period. Individual investors perform poorly. We also find that foreign investor trading is associated with positive feedback market timing and that this trading earns high returns. Alternatively, individual investors use positive feedback trading in their market timing but earn low returns. Consequently, we document evidence consistent with information-based models (foreign investors) and behavioralbased models (individual investors). It is a particularly new and interesting finding that evidence of both information-based trading and behavioral-based trading occurs in the same market.”*

McLachlan dan Gardner (2004) melakukan penelitian mengenai perbandingan investor konvensional dan yang memiliki tanggungjawab social. Penelitian ini menggunakan data primer dengan mengirimkan kuesioner kepada investor konvensional sebanyak 55 individu dan sebanyak 54 investor beretika. Adapun pertanyaan yang diajukan sekitar investasinya perilaku umum dan sikap serta beliefnya. Adapun hasil penelitian ini sebagai berikut:

*Results indicated some important differences between socially responsible and conventional investors in their beliefs of the importance of ethical issues, their investment decision-making style, and their perceptions of moral intensity. These results support the notion that socially responsible investors differ in critical ways to conventional investors, and are discussed in terms of theoretical and practical implications.*

Matfield dkk (2008) melakukan penelitian mengenai tipe investor dan investasi. Penelitian ini difokuskan kepada lima besar klasifikasi kepribadian yaitu neuroticism, extraversion, openness to experience, agreeableness, dan conscientiousness dengan jumlah sampel sebanyak 197 mahasiswa. Penelitian tersebut menggunakan model SEM dalam menganalisis tujuan yang dimaksud. Penelitian memberikan hasil sebagai berikut:

*“Our results indicate that individuals who are more extraverted intend to engage in short-term investing, while those who are higher in neuroticism and/or risk aversion avoid this activity. Risk adverse individuals also do not engage in long-term investing. Individuals who are more open to experience are inclined to engage in long-term investing; however, openness did not predict short-term investing.”*

Odean (1999) melakukan penelitian mengenai investor melakukan perdagangan. Penelitian ini menggunakan data transaksi selama periode Januari 1987 sampai dengan Desember 1993. Hasil penelitian sebagai berikut:

*The investors tend to buy securities that have risen or fallen more over the previous six months than the securities they sell. They sell securities that have, on average, risen rapidly in recent weeks. And they sell far more previous winners than losers. I suggest that these patterns can be explained by the difficulty of evaluating the large number of securities available for investors to buy, by investors' tendency to let their attention be directed by outside sources such as the financial media, by the disposition effect, and by investors' reluctance to sell short.*

Boolell-Gunesh dkk (2008) melakukan penelitian di Perancis mengenai ketidakinginannya investor menjual saham ketika rugi. Penelitian ini menggunakan data investor individu sebanyak 90 244 klien broker selama periode 1999 and 2006. Adapun penelitian ini mempunyai hasil sebagai berikut:

*“Main results show that French investors demonstrate a strong preference for realizing their winning stocks rather than their losing ones. However, the fiscal impact in France appears to be moderate relative to the one observed in other countries. Moreover, results indicate that the behavioral bias is not eliminated for sophisticated individual investors (higher trading activity or international diversification). Finally and more originally, based on French account specificities; we demonstrate that the change of “tax account type” does not imply any change in investors' behavior.”*



Suhari dkk (2011) melakukan penelitian mengenai psikografik dan perilaku investor di Indonesia. Adapun penelitian ini bertujuan untuk menyelidiki pengaruh karakteristik psikografik investor terhadap investasinya. Pada penelitian ini membagi karakteristik psikografik investor didasarkan pada derajat risiko yang diterima, perspektif investasi jangka panjang dan investasi bertujuan aman. Risiko investasi tersebut menentukan perilaku investor dalam bentuk pilihan produk investasi dan keaktifan investor di pasar keuangan. Penelitian merupakan penelitian primer yang mengumpulkan data dari 103 investor melalui kuesioner. Penelitian ini menggunakan OLS untuk mengestimasi koefisien model. Penelitian ini menyimpulkan bahwa investor yang siap menanggung risiko selalu melakukan investasi berulang-ulang dan melakukan investasi pada produk investasi yang berisiko tinggi. Sementara investor yang memilih aman berinvestasi cenderung melakukan investasi kepada produk yang risiko rendah dan sangat jarang bertransaksi. Tetapi penelitian ini tidak menemukan adanya hubungan karakter perspektif jangka panjang dengan frekuensi trading atau pilihan produk investasi.

Lee and Veld-Merkoulova (2012) melakukan penelitian mengenai investasi saham dengan myopic loss aversion untuk investor privat. Penelitian ini menggunakan data survey dari the CentERdata panel, a specialised online research institute at Tilburg University in the Netherlands, berisikan 2,000 rumahtangga termasuk individu selama 16 tahun. Adapun hasil penelitian ini menyimpulkan sebagai berikut:

*We find that an overall higher individual level of loss aversion is associated with a lower share of investments in risky assets. The investors also tend to self-select relatively high evaluation frequency. We find that the effects of the rebalancing frequency are stronger than the effects of the evaluation frequency. The combination of short investment horizon and high loss aversion leads to significantly lower levels of risky investments, confirming the main prediction of the myopic loss aversion theory.*

Hasil penelitian tersebut memberikan masukan untuk membuat penelitian selanjutnya terutama untuk kasus di Indonesia.

## **Daftar Pustaka**

Baker, H. Kent and John R. Nofsinger (2010); Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets; John Wiley & Sons.

Barberis, N. and R. H. Thaler (2003); A Survey of Behavioral Finance; in G. M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz; Handbook of the Economic of Finance; Elsevier

Boolell-Gunesh, S.; Broihanne M-H.; Merli M (2008); Are French Individual Investors reluctant to realize their losses?; Working Paper Louis Pasteur University

Clowes, Michael J. (2000); The Money Flood: How Pension Funds Revolutionized Investing; John Wiley & Sons.

Cohen, David (2001); *Fear, Greed and Panic: the Psychology of the Stock Market*; John Wiley & Sons.

De Bondt, Werner F. M. (1998); *A Portrait of the Individual Investor*; *European Economic Review*, Vol. 42; pp. 831 – 844.

Dorsey, Woody (2004); *Behavioral Trading: Methods for Measuring Investor Confidence, Expectations, and Market Trends*; Thomson Texere

Elvin, Mike (2004); *Financial Risk Taking: Introduction to the Psychology of Trading and Behavioural Finance*; John Wiley & Sons.

Forbes, William (2009); *Behavioural Finance*; John Wiley & Sons Inc.

Godoi, C. K; Marcon, R. and Anielson B. Da Silva (2005); *Loss Aversion: A Qualitative Study in Behavioural Finance*; *Managerial Finance*, Vol. 31, No. 4; pp. 46 – 56.

Goldberg, Joachim and Rudiger Von Nitzsch (2001); *Behavioral Finance*; John Wiley & Sons

Kahneman, Daniel and Amos Tversky (1979); *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*; *Econometrica*, Vol. 47, No. 2; pp. 263 – 292.

Kahneman, Daniel and Amos Tversky (2000); *Choices, Values and Frames*; Cambridge University Press.

Kahneman, Daniel; Slovic, Paul and Amos Tversky (1982); *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*; Cambridge University Press.

Kamesaka, A., Nofsinger, J. R. and H. Kawakita (2003); *Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan*; *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11; pp. 1 –22

Koppel, Robert (2011); *Investing and The Irrational Mind: Rethink Risk, Outwit Optimism, and Seize Opportunities Other Miss*; McGraw Hill.

Lee, Boram and Yulia Veld-Merkoulova (2012); *Myopic Loss Aversion and Stock Investments: An Empirical Study of Private Investors*; Working paper

Lifson, Lawrence E. And Richard A. Geist (1999); *Psychology Investing*; John Wiley & Sons

Nofsinger, John R. (2001); *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What to Do About It*; Prentice Hall.

Nofsinger, John R. (2002); *Investment Blunders of the Rich and Famous*; Prentice Hall.

McLachlan, J and John Gardner (2004); *A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors*; *Journal of Business Ethics*, Vol. 52; pp. 11–25.

Mayfield, C.; Perdue, G. and K. Wooten (2008); Investment management and personality type; *Financial Services Review*, Vol. 17; pp. 219–236

Odean, T (1998); Are Investors Reluctant to Realize their losses; *Journal of Finance*, Vol. 53; pp. 1775 – 1798.

Odean, T. (1999); Do Investors Trade Too Much? *American Economic Review*, Vol. 89, No. 5, pp. 1279-1298.

Olsen, Robert A. (1998); Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility; *Financial Analyst Journal*, Vol. 54, No. 2; pp. 10 - 18

Partnoy, Frank (2003); *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets; An Owl Book*

Perry, Vanessa G. and Marlene D. Morris (2005); Who is Control ? The Role of Self Perception, Knowledge, and Income in Explaining Consumer Financial Behaviour; *Journal of Consumer Affairs*; Vol. 29, No. 2; pp. 299 – 313.

Pompian, Michael M. (2006); *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios that Account for Investor Biases*; John Wiley & Sons.

Pompian, Michael M. (2012); *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*; John Wiley & Sons.

Schindler, Mark (2007); *Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance*; John Wiley & Sons.

Shefrin, Hersh (2000); *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing*; Harvard Business School Press

Shefrin, Hersh (2005); *A behavioral Approach to Asset Pricing*; Elsevier Academic Press.

Shefrin, H. and M. Statman (1994); Behavioral Capital Asset Pricing Theory; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 3; pp. 323 – 349.

Shiller, R. (2005); *Irrational Exuberance*; Princeton University Press.

Steenbarger, Brett N. (2003); *The Psychology of Trading: Tools and Techniques for Minding the Markets*; John Wiley & Sons.

Suhari, E.; Trinugroho, I.; Rahardian, R. and Wafi Ivada (2011); Psychographic and Investor Behavior in Indonesia; *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research Business*, Vol. 2, No. 11; pp. 296 – 302.

Solvic, Paul (1969); Analyzing the Expert Judge: A Study of a Stockbroker's Decision Process; Journal of Applied Psychology, Vol. 27; pp. 255 – 263

Solvic, Paul (1972); Psychological Study of Human Judgement: Implications for Investment Decision Making, Journal of Finance, Vol.27; pp. 779 - 801

Statman, Meir (1995); Behavioral Finance versus Standard Finance; in Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management; ICFA Continuing Education, Association Investment Management and Research.

Statman, M.; Thorley, S. and K. Vorkink (2003); Investor Overconfidence and Trading Volume; Working Paper SSRN.

Thaler, Richard H. (1992); The Winner's Curse Paradoxes and Anomalies of Economic Life; Princeton University Press.

Thaler, Richard H. (1993); Advances in Behavioral Finance; Russell Sage Foundation

Thaler, Richard H. (2008); Mental Accounting and Consumer Choice; Marketing Science, Vol. 27, No. 1; pp. 15 -25.

Thaler, R. H. and H. M. Shefrin (1981); A Economic Theory of Self Control; Journal of Political Economy, Vol. 89, No. 1; pp. 392 – 406.

Tvede, Lars (1999); The Psychology of Finance; John Wiley & Sons.

Tversky, A and Daniel Kahneman (1974); Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases; Science, Vol. 185, No. 4157; pp. 1124 – 1131.

Tversky, A and Daniel Kahneman (1981); The Framing of Decisions and the Psychology of Choice; Science, Vol. 211, No. 4481; pp. 453 – 458.

Tversky, A and Daniel Kahneman (1986); Rational Choice and Framing Decisions; Journal of Business, Vol. 59, No. 4; pp. 251 – 278.

Tversky, A and Daniel Kahneman (1992); Advances in Prospect Theory: Cumulative Presentation of Uncertainty; Journal of Risk and Uncertainty, Vol. 5; pp. 297 – 323.

Ware, Jim (2001); The Psychology of Money: An Investment Manager's Guide to Beating the Market; John Wiley & Sons

Warneryd, Karl-Erik (2001); Stock-Market Psychology: How People Value and Trade Stocks; Edward Elgar

Zweig, Jason (2007); Your Money & Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics can Help Make Your Rich; Simon & Schuster Paperbacks.

