

# TEORI *MYOPIC LOSS AVERSION*: SEBUAH TELAAH KEUANGAN KEPERILAKUAN INVESTASI INVESTOR DI PASAR MODAL

Oleh: Riskin Hidayat  
riesk\_qien@yahoo.co.id  
STIE 'YPPI' Rembang

## *Abstract*

*This paper aims to examine more about the theory of Myopic Loss Aversion which is one of the theories of financial behavior. This is important because the study on financial behavior is still limited, especially about Myopic Loss Aversion. The Myopic Loss Aversion (MLA) theory explains the behavior of investors in risky investment decision-making processes in the stock market. Myopic Loss Aversion describes a combination of two theories, namely loss aversion and mental accounting. Loss aversion explains the fact that a person will tend to be more sensitive to losses than the profit earned. Someone to be loss averse if his caution is more focused on losses than on gains. Mental accounting refers to a set of cognitive actions undertaken by economic actors in managing, evaluating and maintaining its financial activities. So this paper is expected to provide additional insight knowledge about financial behavior.*

*Keyword: financial behavior, myopic loss aversion, mental accounting*

## PENDAHULUAN

Teori keuangan berperilaku sudah mulai ditelaah sejak tahun 1950-an, dimana pada tahun 1950-an juga mulai muncul teori keuangan standar, yaitu teori portofolio investasi modern yang digagas oleh Markowitz. Namun pada saat itu yang lebih diterima oleh para akademisi adalah teori investasi standar yang digagas oleh Markowitz. Studi tentang keuangan berperilaku pada saat itu telah memasukkan unsur psikologi dalam penelitian mereka, seperti Burrell (1951), Bauman (1967), Slovic (1969), Slovic *et al.* (1972), Kahneman dan Tversky (1979), serta Shefrin dan Statman (1985) yang kemudian dilanjutkan oleh beberapa peneliti lainnya pada tahun 1990-an dan tahun 2000-an, yaitu Lee *et al.*

(1991)Tversky dan Kahneman (1992), Shefrin dan Statman (1993), Shefrin dan Statman (1994).

Statman (1995), Benartzi dan Thaler (1995), Thaler *et al.* (1997)Statman (1999),Shleifer (2000),Shefrin dan Statman (2000), Statman (2000), Barberis dan Thaler (2003), Statman *et al.* (2008), Fang *et al.* (2009), dan Statman (2010).

Namun jauh sebelumnya, studi tentang keuangan berperilaku yang membahas kekuatan emosi dan psikologi investor dan pedagang di pasar modal sebenarnya telah dilakukan pada abad ke-18, yaitu dilakukan oleh Charles MacKay pada *Delusi dan Madness of Crowds* (1841) yang menyajikan kepanikan yang terjadi aspek psikologi investor. Pada tahun 1895 Gustave Le Bon dalam *Crowds*

mengemukakan gagasan peran “orang banyak” yang dapat diartikan sebagai investor di pasar modal serta perilaku kelompok yang mencoba kemampuan pada bidang perilaku keuangan, psikologi sosial, sosiologi dan sejarah. Selanjutnya pada tahun 1912 GC Salden menerapkan keuangan berperilaku dalam kontes psikologi di pasar modal (Barberis dan Thaler, 2003).

Terdapat beberapa perbedaan yang signifikan antara teori keuangan berperilaku dan teori keuangan standar. Menurut Statman (2010) bahwa keuangan berperilaku adalah sebuah pendekatan alternatif dari keuangan standar dengan beberapa perbedaan. Pertama, dalam teori keuangan standar manusia dianggap rasional, sedangkan dalam keuangan berperilaku manusia dianggap “normal”, dalam arti manusia tidak sepenuhnya rasional. Manusia memiliki emosi dan manusia tidak dapat merencanakan sepenuhnya kapan menggunakan rasio, kapan menggunakan emosi dan kapan menggunakan keduanya secara bersamaan. Penggunaan rasio dan emosi terjadi secara alamiah dan ditentukan oleh beberapa variabel.

Kedua, dalam teori keuangan standar diasumsikan bahwa pasar modal efisien. Sebaliknya dalam keuangan berperilaku pasar modal diasumsikan tidak efisien, meskipun diakui tidak mudah untuk ditaklukkan dan didahului. Harga dimungkinkan untuk menyimpang dari nilai fundamentalnya disebabkan oleh berbagai hal, termasuk variabel-variabel psikologisnya.

Ketiga, dalam teori keuangan standar, investor diasumsikan akan membentuk portofolio berdasarkan kriteria mean-variance yang diajarkan oleh Markowitz. Sebaliknya dalam teori keuangan berperilaku investor membentuk portofolio berdasarkan aturan yang disebut teori portofolio berperilaku (*behavioral portfolio theory*).

Keempat, dalam teori keuangan standar, hasil yang diharapkan diukur dengan menggunakan model harga aset (*Capital Assets Pricing Model*), dalam hal ini risiko diukur dengan beta dan risiko merupakan satu-satunya factor penentu. Pada teori keuangan berperilaku, hasil yang diharapkan diukur dengan menggunakan *Behavioral Assets Pricing Model*, dalam hal ini hasil yang diharapkan merupakan fungsi dari berbagai variabel berperilaku investor.

Salah satu teori dalam keuangan berperilaku adalah teori *Myopic Loss Aversion* (MLA) yang menjelaskan tentang perilaku para investor dalam proses pengambilan keputusan investasi yang berisiko di pasar modal. Teori *Myopic Loss Aversion* pertama kali diperkenalkan oleh Benartzi dan Thaler (1995). Menurut Benartzi dan Thaler (1995) *Myopic Loss Aversion* menjelaskan kombinasi dari dua teori, yaitu *loss aversion* dan *mental accounting*. *Loss aversion* menjelaskan tentang kenyataan bahwa seseorang akan cenderung lebih sensitif terhadap kerugian dibanding pada keuntungan yang diperoleh. Seseorang yang *to be loss averse* bila kehati-hatiannya lebih difokuskan pada kerugian

(*losses*) dibanding pada keuntungan (*gains*) (Haigh dan List, 2005). Hal tersebut sesuai dengan teori prospek (*the prospect theory*) yang secara empiris menunjukkan bahwa sensitivitas seseorang terhadap kerugian sekitar dua kali lebih besar dari pada sensitivitas terhadap keuntungan (Kahneman dan Tversky, 1979; Tversky dan Kahneman, 1992; Feeny dan Eng, 2005).

*Mentalaccounting* sendiri mengacu pada serangkaian tindakan kognitif yang dilakukan oleh para pelaku ekonomi dalam mengelola, mengevaluasi dan menjaga aktiitas keuangannya (Thaler, 1999). Menurut Pompian (2006) bahwa *mental accounting* menjelaskan tentang aktivitas pengkodean, pengkategorisasian dan pengevaluasian keputusan keuangan. *Mental accounting* juga menjelaskan tentang suatu transaksi dievaluasi secara *over the time*, misal menyangkut seberapa sering suatu portofolio dievaluasi dan secara *cross-sectional* misalnya apakah transaksi tersebut dievaluasi berdasarkan portofolionya atau dievaluasi secara individual (Thaler *et al.*, 1997; Haigh dan List, 2005).

## PEMBAHASAN

### Teori Keuangan Keperilakuan

Teori keuangan berperilaku pada dasarnya melibatkan teori psikologi yang diimplementasikan dalam bidang keuangan. Menurut Atkinson et al, (2003) sebagaimana dikutip oleh Wendy (2009) psikologi merupakan cabang ilmu pengetahuan yang mempelajari perilaku dan proses mental manusia. Sehingga

sangatlah wajar bagi investor dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi di pasar modal melibatkan psikologi seperti rasio dan emosi. Menurut Shefrin (2002) yang dimaksud dengan keuangan berperilaku adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya, dalam hal ini adalah perilaku dari para investor berinvestasi di pasar modal. Keuangan berperilaku adalah mempelajari bagaimana manusia secara aktual berperilaku dalam menentukan keuangan (*a financial setting*) yang fokus pada mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan (Kim dan Nofsinger, 2008).

Keuangan berperilaku adalah keterbukaan pemikiran tentang keuangan yang mengkalim bahwa untuk menemukan solusi dari sebuah permainan empiris perlu beberapa agen dalam pereonomian yang berperilaku tidak sepenuhnya rasional dalam beberapa waktu (Thaler, 2005). Menurut Lintner (1998) keuangan berperilaku adalah studi tentang bagaimana manusia menginterpretasikan dan bertindak atas informasi untuk membuat keputusan investasi. Keuangan berperilaku tidak mencoba mendefinisikan perilaku rasional investor karena hal tersebut adalah bias, namun keuangan berperilaku berusaha untuk memahami dan memprediksi implikasi pasar keuangan secara sistematis sebagai suatu proses psikologis dalam pengambilan keputusan investor untuk berinvestasi. Menurut Ricciardi dan

Simon (2000) keuangan berperilaku menjelaskan pemahaman tentang pola penalaran investor, termasuk proses emosional yang terlibat dan sejauhmana proses emosional tersebut mempengaruhi proses pengambilan investasi.

Dari beberapa definisi tersebut di atas, maka dapat dikatakan bahwa keuangan berperilaku adalah teori keuangan yang mempelajari tentang bagaimana seseorang merespon terhadap informasi yang diterima sebagai upaya untuk mengambil keputusan dengan melibatkan rasio dan emosinya yang dapat mengoptimalkan *return* yang diperoleh dengan tetap memperhatikan risiko yang dihadapi. Tujuan teori keuangan berperilaku adalah untuk memahami secara sistematis implikasi dari pasar modal ditinjau dari aspek psikologi.

Keputusan investasi yang dibuat oleh investor di pasar modal tentunya mempertimbangkan banyak faktor. Keputusan investasi merupakan keputusan untuk memperoleh hasil tertentu dengan kesediaan menanggung sejumlah risiko tertentu juga. Keputusan yang diambil oleh investor dilakukan melalui suatu proses, sehingga waktu yang dibutuhkan dalam proses pengambilan keputusan sangat relative. bisa jadi memerlukan waktu yang pendek maupun butuh waktu yang lama (Asri, 2013). Ada kalanya keputusan dibuat tanpa harus berpikir terlalu panjang, tapi ada pula situasi di mana keputusan baru bisa dibuat setelah mempertimbangkan bbanyak faktor (Kahneman, 2011). Keputusan juga kadang-kadang diambil tanpa harus

melakukan konsulttasi dengan pihak lain atau dengan melibatkan orang lain. Namun, tidak jarang keputusan baru bisa dibuat setelah seseorang berkonsultasi dengan orang lain atau bahkan setelah melibatkan banyak pihak.

Proses pengambilan keputusan bersifat unik dan situasional, bukan universal. Keberhasilan dalam membuat satu keputusan tidak menjamin keberhasilan dalam membuat keputusan yang lain (Asri, 2013). Berkaitan dengan pengambilan keputusan investor pada pasar modal, untuk itu Statman (2010) menyatakan bahwa investor adalah manusia normal, bukan rasional. Hal ini karena kemampuan manusia untuk memutuskan sesuatu dalam suatu situasi, belum tentu akan terulang dalam situasi yang lain dan hanya mengandalkan rasio saja, tetapi juga melibatkan emosi. Dalam literature psikologis banyak dijelaskan bahwa aspek berperilaku memegang peranan penting dalam setiap proses pengambilan keputusan. Hal ini dapat dipahami karena manusia pada dasarnya adalah makhluk yang memiliki rasio (akal) dan emosi. Kedua elemen tersebut selalu mendasari perilaku manusia dalam segala situasi dan kondisi, termasuk dalam pengambilan keputusan pada situasi dan kondisi yang dihadapinya tersebut.

Rasio dan emosi merupakan dua hal yang saling terkait seperti dua sisi mata uang. Seseorang tidak bisa mengklaim bahwa dirinya selalu seratus persen bertindak rasional dalam mengambil keputusan. Begitu juga seseorang tidak selalu bertindak

emosional dalam mengambil keputusan. Namun manusia dalam pengambilan keputusan akan menggunakan rasio sekaligus emosinya. Sebenarnya tidak sepenuhnya dapat dibenarkan adanya dikotomi antara rasio dan emosi dalam proses pengambilan keputusan, termasuk keputusan investasi (Asri, 2013). Hal ini karena banyak variabel yang mempengaruhi perilaku investor dalam memutuskan untuk berinvestasi.

Keuangan berperilaku pada dasarnya merupakan alternative atas teori-teori keuangan standar. Keuangan berperilaku pada dasarnya menjelaskan bias (penyimpangan) yang mungkin terjadi dari keputusan yang “diharapkan” oleh teori nilai harapan. Penyimpangan inilah yang kemudian disebut sebagai perilaku tidak rasional. Meskipun ada perbedaan dan dikatakan sebagai sebuah alternatif, perlu ditekankan bahwa keuangan berperilaku bukan sebuah konsep yang bertentangan dengan ilmu keuangan konvensional (Asri, 2013). Menurut (Shleifer, 2000) keuangan berperilaku pada dasarnya berbeda asumsi dengan keuangan konvensional dalam dua hal. Pertama, dalam hal peran *arbitrageur*. Konsep pasar efisien dalam keuangan konvensional mengatakan bahwa *arbitrageur* berperan untuk mengembalikan harga ke arah nilai intrinsik. Secara konseptual *arbitrage* diartikan sebagai pembelian dan penjualan secara simultan surat berharga yang sama (atau pada dasarnya sama) di dua pasar berbeda untuk mendapatkan keuntungan

dari perbedaan harga (Sharpe dan Alexander, 1990 dikutip dari Asri (2013). Secara teoritis kegiatan *arbitrage* tidak memerlukan modal dan tidak mengandung risiko sama sekali, sehingga setiap orang akan memanfaatkannya apabila melihat kesempatan tersebut. Oleh karena itu, peluang untuk melakukan *arbitrage* mempunyai peranan besar dalam mengembalikan harga ke arah yang benar (sesuai dengan nilai fundamentalnya) dan menjaga pasar dalam kondisi efisien.

Namun hal tersebut berbeda pandangan dengan teori keuangan berperilaku. Menurut pandangan keuangan berperilaku hal tersebut terjadi karena adanya *limited arbitrage*. Dalam dunia investasi yang sesungguhnya, peluang untuk melakukan *arbitrage* jauh dari kata sempurna (Shleifer, 2000). Pada dasarnya saham tidak memiliki pengganti yang benar-benar sempurna, sehingga *arbitrage* pada dasarnya mengandung risiko. *Arbitrage* menjadi terbatas (*limited*) karena dalam dunia investasi yang nyata, harga tidak akan kembali ke tingkat yang sesuai dengan nilai fundamentalnya seketika itu juga. Kenyataan akan *limited arbitrage* ini membuat asumsi pasar efisien menjadi sulit untuk dipenuhi dan keuangan berperilaku menjadi semakin mampu menjelaskan realitas yang ada di lapangan.

Konsep yang kedua adalah sentiment investor di pasar modal. Secara umum sentiment diartikan sebagai suasana hati (*mood*) yang sedang dialami seseorang. Sentimen inilah yang akan membentuk keyakinan, prediksi dan

akhirnya permintaan para investor terhadap surat berharga. Berdasar kedua dasar tersebut, yaitu *limited arbitrage* dan setimen investor, maka orang dapat mengatakan bahwa harga saham menjadi dapat diprediksi dan jika itu terjadi, maka konsep pasar efisien menjadi terbantahkan.

Untuk memahami keuangan keperilakuan, maka perlu terlebih dahulu mengetahui karakteristik dari masing-masing investor. Menurut beberapa ahli keuangan yang tergabung dalam Bailard, Biehl & Kaiser, yaitu sebuah lembaga investasi di California Amerika Serikat, menyatakan bahwa pada dasarnya investor di pasar modal dapat dikelompokkan menjadi lima model (*the five-ways model*), yaitu petualang (*adventures*), *celebrities*, *individualist*, *guardians* dan *straight arrows* (Pompian, 2006; Asri, 2013).

Dalam realitas yang ada dalam kehidupan sehari-hari terdapat orang yang suka terhadap risiko, seperti para petualang (*adventures*). Para petualang biasanya tidak peduli terhadap risiko yang dihadapinya, bahkan mereka menyukai terhadap risiko (*risk takers*). Jiwa para petualang yang demikian, cenderung mengabaikan nasihat *financial advisors*. Begitu juga yang terjadi dengan investor yang berjiwa selebrtis (*celebrities*), yang cenderung ingin tampak menonjol dan menjadi pusat perhatian di pasar modal. Kecenderungan ingin tampil menonjol ini membuat investor yang berjiwa selebrtis tersebut tidak terlalu memperhitungkan *risk* dan *return* dari suatu investasi, yang penting aktivitas trading mereka diketahui

orang banyak. Jika kedua kelompok investor tersebut, yaitu para petualang dan selebrtis mendominasi pasar modal, maka pasar akan jauh dari kata rasional.

Selain itu, *individualist* merupakan kelompok investor yang lebih suka bekerja sendiri dan tidak peduli terhadap keputusan inestasi orang lain. Begitu juga dengan *Guardians* yang beranggotakan investor yang berpengalaman dan pengetahuannya relatif lebih luas. Berdasar pengalaman dan pengetahuan yang dimilikinya tersebut, mereka cenderung akan berhati-hati dalam mengambil keputusan berinvestasi. Sehingga secara umum kedua kelompok investor tersebut memenuhi asumsi rasionalitas dalam teori keuangan standard. Kelompok teraktir adalah *straight arrows*, dalam hal ini kelompok ini terkadang bersifat *risk averse*, pada waktu yang lain bersifat *risk takers*, sehingga kelompok ini tidak dapat dikategorikan dalam empat kelompok sebelumnya.

Pada kenyataannya, asumsi tentang rasionalitas investor tidak mudah untuk dipenuhi. Baik para peneliti maupun para ppraktisi keuangan menemukan sejumlah fakta yang tidak sepenuhnya sejalan atau bahkan bertentangan dengan asumsi tersebut. Investasi di pasar modal telah mengalami berbagai peristiwa kejatuhan harga tanpa dapat diketahui denngan pasti penyebabnya. Dalam aktivitas sehari-haripun, para investor di pasar modal seringkali menunjukkan perilaku yang tidak sejalan dengan asumsi rasionalitas dan seringkali melakukan tindakan

berdasarkan intuisi yang relatif menyimpang dari asumsi tersebut. Dalam konteks keuangan korporasi, para pembuat keputusan di perusahaan tidak jarang dihadapkan pada keharusan untuk mengikutsertakan pertimbangan tidak rasional dalam keputusan yang diambilnya yang disebut dengan bias kognitif (Asri, 2013).

Bias kognitif adalah sebuah proses berpikir yang tidak didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan rasional dan tidak dilengkapi oleh alasan-alasan yang kuat yang dapat mengakibatkan penyimpangan persepsi, penyimpangan *judgment*, interpretasi yang tidak logis atau yang banyak disebut sebagai irasional (Asri, 2013). Lebih lanjut Asri (2013) menjelaskan bahwa bias kognitif dapat disebabkan oleh banyak variabel perilaku yang menjadi penentu. Variabel-variabel perilaku yang berperan dalam menimbulkan bias kognitif dikelompokkan menjadi tiga kelompok utama, yaitu: 1) Kelompok perilaku penyederhanaan dalam proses pengambilan keputusan (*heuristic*), yang terdiri dari: *availability*, *hindsight* dan *representativeness*; 2) Kelompok bias reaksi terhadap informasi, yang terdiri dari: *overreaction*, *conservatism*, *anchoring and adjustment* dan *confirmation bias*; dan 3) Kelompok bias pemahaman informasi dan penyesuaian diri, yang terdiri dari: *excessive optimism*, *overconfidence*, *framing effect*, *disposition effect* dan *mental accounting*. Penjelasan dari masing-masing kelompok sebagai berikut.

#### 1. Bias *Heuristic*

*Heuristic* adalah suatu proses pengambilan keputusan yang menggunakan informasi terbatas, lebih banyak mengandalkan pengalaman, ditambah intuisi secukupnya (Fromlet, 2001). Menurut teori-teori keuangan standar, seharusnya semua keputusan yang dibuat didasarkan pada pertimbangan yang matang atas berbagai informasi, baik yang saat itu sudah tersedia maupun masih tersembunyi dan perlu dicari. Orang harus melengkapi dirinya dengan metode, pendekatan, serta cara perhitungan yang matang. Investor di pasar modal, misalnya akan menganalisis kinerja saham dengan metode kualitatif dan kuantitatif yang dimiliki atau akan dibeli, baik dengan metode teknikal maupun fundamental. Pada saat investor tersebut menggunakan analisis teknikal, maka ia akan mempelajari pola pergerakan harga saham dari waktu ke waktu. Bila ia menggunakan metode analisis fundamental, maka ia akan mempelajari dengan seksama laporan keuangan dan berbagai informasi yang relevan mengenai emiten saham yang dianalisis sebelum ia membuat keputusan.

Namun pada kenyataannya, investor sering menggunakan data, upaya, dan analisis yang relatif terbatas agar dapat menghasilkan keputusan secepatnya. Apalagi bila ia merasa sudah berpengalaman dan pernah menghadapi keadaan yang sama

berkali-kali. Perilaku yang seperti ini di kalangan investor merupakan “gangguan” terhadap asumsi dasar pasar modal efisien. Bahkan seringkali perilaku penyederhanaan *heuristic* “dilengkapi” dengan kecenderungan menggunakan informasi yang tersedia saja (*availability bias*). Ada keengganan terutama karena keterbatasan waktu untuk mencari data atau informasi tambahan demi memperkuat analisis. Seringkali data yang tersedia dianggap mencukupi dan dapat digunakan seperti yang pernah dilakukan sebelumnya.

Perilaku penyederhanaan yang kedua adalah *hindsight*, yaitu perilaku penyederhanaan dalam proses pengambilan keputusan yang berhubungan dengan pengalaman masa lalu. Rangsang seringkali melihat pengalaman masa lalu, meskipun terbatas, digunakan sebagai acuan yang paling mudah untuk dipahami. Bahkan ketika sebuah peristiwa terjadi, ia merasa (seolah-olah) sudah mengetahui sebelumnya bahwa peristiwa tersebut akan terjadi. Perilaku yang seperti ini sering membuat orang enggan untuk melakukan prediksi berdasarkan metode-metode yang realistik, sehingga reaksi yang diberikan terhadap informasi pun menjadi bias.

Perilaku *heuristic* yang ketiga yaitu *representativeness*, yaitu perilaku yang terlalu mudah untuk menilai sesuatu sebagai cerminan dari sebuah kelompok yang diwakilinya. Orang menjadi cenderung menilai dan

menyimpulkan suatu informasi. Sebagai akibatnya, reaksi yang diberikan pun menjadi menyimpang dari yang seharusnya. Contohnya, bila seseorang perah membeli beberapa saham perbankan dan mendapatkan keuntungan, sehingga ia menyimpulkan bahwa saham perbankan adalah saham yang bagus dan menguntungkan. Perilaku yang seperti ini mengakibatkan reaksi yang salah (meskipun cepat) terhadap informasi sehingga tidak mencerminkan efisiensi pasar yang sesungguhnya.

Pendekatan *heuristic* dapat diterapkan untuk kasus yang sebaliknya. Menurut Kahneman dan Tversky (1979) bahwa *heuristic dealing* dapat terjadi justru dalam menghadapi peristiwa yang baru pertama kali dialami seseorang. Pelaku pasar modal yang belum berpengalaman menghadapi suatu peristiwa tertentu, misalnya *market crash*, akan memberi respon yang berbeda dengan mereka yang sudah berpengalaman, ketika peristiwa tersebut terulang lagi. Pada konteks ini, pendekatan *heuristic* memang dipilih karena seseorang tidak mempunyai informasi yang cukup serta metode yang baik untuk dipakai dalam proses pembuatan keputusan. Selain karena keterbatasan waktu, pendekatan *heuristic* kadang memang perlu diterapkan karena: 1) keputusan yang diambil relatif sederhana; 2) sudah terjadi berulang-ulang; dan 3) mengandung dampak yang tidak serius seandainya terjadi kesalahan.

## 2. Bias Reaksi Terhadap Informasi

Investor mungkin saja memberikan reaksi yang cepat terhadap informasi yang relevan di pasar modal, seperti yang disyaratkan oleh pasar modal efisien (*efficient market hypothesis/EMH*), namun tidak tertutup kemungkinan adanya unsur subyektivitas, emosi dan berbagai faktor psikologis lainnya yang justru lebih dominan mempengaruhi reaksi tersebut. Kecepatan reaksi seseorang kemungkinan didorong oleh kekhawatiran yang berlebihan, sehingga reaksi yang diberikan juga berlebihandari yang “seharusnya” (*overreact*). Jatuhnya harga saham di pasar modal seringkali terjadi karena hysteria massa yang berlebihan, yang tidak dapat dijelaskan dengan baik menurut logika.

Pada sisi yang lain, tidak jarang dijumpai perilaku yang justru berlawanan dengan perilaku *overreaction* sebagaimana dijelaskan di atas. Dalam hal ini, orang justru sering lambat dalam memberikan respon terhadap informasi, karena faktor “kesengajaan”. Menurut literatur yang ada, dikatakan bahwa di dalam diri orang tersebut terjadi proses konservatisme (*conservatism*). Orang tersebut merasa tidak perlu bereaksi cepat dan menyesuaikan diri dengan perkembangan baru, karena ia merasa sudah aman dalam posisinya sekarang. Bila hal ini terjadi pada banyak investor di pasar modal, maka akan ada bias dalam memberikan reaksi terhadap

informasi tersebut, sehingga dapat “menggangu” pengertian pasar modal efisien yang digunakan dalam EMH.

Perilaku yang konservatisme berkaitan erat dengan perilaku *anchoring and adjustment*. Perilaku *anchoring and adjustment* yaitu orang yang berperilaku ini menentukan sesuatu sebagai patokan (jangkar) dalam membuat keputusan-keputusan selanjutnya. Orang tersebut cenderung untuk memberi bobot yang lebih terhadap jangkar tersebut, sehingga keputusan-keputusan berikutnya harus disesuaikan. Bisa dibayangkan bila orang yang berperilaku seperti ini akan memberikan reaksi yang berbeda dengan orang lain, sehingga juga berpotensi untuk melanggar asumsi rasionalitas.

Penjelasan di atas sesuai dengan hasil penelitian Bondt dan Thaler (1985) yang menemukan bahwa saham-saham dengan hasil yang luar biasa rendah (*loser*) akan berbalik arah menjadi pencetak hasil yang luar biasa tinggi, sebaliknya saham-saham yang sebelumnya mendatangkan hasil luar biasa tinggi (*winner*) akan berubah menjadi saham yang mendatangkan hasil sangat rendah. Begitu juga hasil penelitian dari Grossman (1976) serta Grossman dan Stiglitz (1980) yang menyatakan bahwa untuk mendapatkan informasi yang pasti perlu mengeluarkan biaya/pengorbanan tertentu. Bila harga begitu saja mencerminkan sepenuhnya informasi yang tersedia, maka tidak ada imbalan

bagi investor yang telah berupaya mengeluarkan sejumlah pengorbanan tertentu untuk mendapatkan informasi tersebut, sehingga tidak mendorong orang untuk melakukan perdagangan dan kegiatan pasar modal akan terhenti. Karena itu harga tidak akan mencerminkan informasi yang tersedia secara penuh. Dengan kata lain, secara eksplisit mereka mengatakan bahwa *informationally efficient market* adalah mustahil.

Subjektivitas seseorang terhadap informasi yang berlebihan kadang-kadang membuat orang tersebut sangat percaya pada sebuah informasi dan sebaliknya sangat tidak percaya pada informasi yang lain. Dengan kata lain, seseorang hanya mau mendengar apa yang ia ingin dengar dan tidak peduli pada informasi apapun yang tidak ingin ia dengar. Keyakinan yang berlebihan terhadap suatu informasi dapat menimbulkan bias yang disebut dengan *confirmation bias*. *Confirmation bias* ini dapat disebabkan karena keterlibatannya yang begitu besar pada kegiatan terdahulu, pengetahuannya yang begitu dalam tentang sesuatu atau mungkin hanya karena kekagumannya pada sesuatu.

### 3. Bias Pemahaman Informasi dan Penyesuaian Diri

Terkadang pada kondisi tertentu orang memiliki optimisme dan rasa percaya diri yang berlebihan sehingga keputusan yang dibuatnya cenderung berlebihan pula dari yang seharusnya. Pada saat orang tersebut mendengar

suatu informasi, ia merasa sangat optimis (*excessive optimism*) dan sangat yakin (*overconfidence*) bahwa ia dapat memanfaatkan informasi tersebut untuk memperoleh keuntungan. Ia yakin mampu untuk membuat keputusan yang terbaik meskipun sebenarnya membutuhkan pertimbangan yang lebih banyak lagi. Investasi yang dilakukannya menjadi berlebihan. Orang bisa menunjukkan kepercayaan diri berlebihan atas kemampuannya atau atas pengetahuannya (Shiller, 2007). menyatakan bahwa seringkali orang merasa lebih tahu tentang sesuatu daripada yang sesungguhnya (Shiller, 2000) dalam (Fromlet, 2001). Seorang investor yang baru melakukan dua sampai tiga kali transaksi tidak jarang sudah merasa cukup cerdas dalam mengambil berbagai macam keputusan investasi.

Pada ilmu psikologi dijelaskan bahwa perilaku reaksi yang berlebihan dapat dan jamak terjadi ketika seseorang mempunyai "persoalan psikologis" berupa adanya penilaian yang berlebihan, baik terhadap informasi yang diperolehnya maupun judgment yang dibuatnya terhadap informasi tersebut. Hal ini karena banyak faktor kejiwaan yang mempengaruhinya. Sebagai contoh pengalaman yang dimiliki, membuat seseorang menjadi lebih percaya diri akan kemampuannya karena telah teruji berkali-kali. Lama kelamaan rasa percaya diri yang berlebihan akan

terbentuk dan terakumulasi menjadi perilakunya dalam menghadapi masalah yang sama.

Penelitian Kufepaksi (2007) tentang dampak kepercayaan diri yang berlebihan terhadap proses pembentukan dan koreksi harga saham dengan metode eksperimental menunjukkan bahwa perilaku *overconfident* berpengaruh signifikan dalam proses pembentukan harga. Hasil penelitian Wendy (2012) dalam Asri (2013) menemukan bahwa perilaku *overconfidende* juga dikenal dengan sebutan *overcofidence bias*, *prediction overconfidence* dan *centainty overconfidence*. Lebih lanjut dijelaskan bahwa perilaku *overconfidence* tersebut mempunyai implikasi terhadap teori investasi, khususnya terhadap perilaku investor dalam mengambil keputusan, diantaranya: 1) Seorang investor dapat melakukan kesalahan estimasi terhadap target investasi yang potensial; 2) Seseorang akan melakukan *excessive trading* karena percaya bahwa ia memiliki pengetahuan yang tidak dimiliki orang lain, sehingga niat untuk mendapatkan *gain* dari transaksi-transaksi semakin besar; dan 3) Seorang investor sebenarnya bisa saja tidak tahu atau tidak begitu mengerti tentang target investasi, atau ia tahu tetapi tidak melakukan analisis selayaknya atas data statistik (karena rasa percaya diri yang berlebihan) tentang kinerja suatu target investasi, sehingga cenderung *underestimate* terhadap risiko.

Pasar modal yang efisien, menurut Fama (1970) ditunjukkan oleh bagaimana investor bereaksi terhadap suatu informasi. Ia tidak mempersoalkan bagaimana informasi tersebut disampaikan, sehingga kualitas informasi yang ada dianggap *given*. Pada kenyataannya dalam investasi di pasar modal, kualitas informasi sangat ditentukan oleh cara penyampainnya. Dengan kata lain, kualitas informasi dipengaruhi oleh cara “membangkai” (*framing*). Berbeda cara membingkai, maka akan berbeda pula arti informasi di mata investor, sehingga akan berbeda juga reaksinya.

Penelitian Tversky dan Kahneman (1985) menjelaskan fenomena *framing* tersebut berdasarkan penelitian yang mereka lakukan. Mereka mengajukan pertanyaan kepada 600 orang responden yang diumpamakan sedang menghadapi penyakit yang mematikan. Responden diberikan pilihan tentang upaya menanggulangi wabah tersebut. Pilihan 1 menyelamatkan 200 orang dan pilihan 2 mempunyai peluang 33% menyelamatkan semua (600 orang) serta 66% peluang untuk tidak ada yang selamat sama sekali. Dari hasil penelitian tersebut disimpulkan bahwa 72% responden memilih alternatif pertama dan sisanya memilih alternatif kedua. Bingkai yang positif dan optimis telah mendorong mereka memilih alternatif pertama.

Kejadian yang sering ditemukan di pasar modal adalah berupa

“kesalahan” dalam menempatkan diri, sehingga mengakibatkan kesalahan dalam bereaksi terhadap suatu informasi. Hal ini sering disebut dengan *disposition effect*, dalam hal ini orang melakukan yang seharusnya tidak dilakukan atau sebaliknya. Investasi pada pasar modal, kondisi yang paling sering dijelaskan adalah melepaskan saham yang bagus terlalu cepat atau menahan saham yang berkinerja buruk terlalu lama. Kesalahan ini sangat umum dilakukan karena alasan-alasan psikologis yang melatarbelakanginya, sehingga keputusan untuk menahan atau menjual saham kembali adalah melanggar asumsi rasionalitas.

Fenomena yang dijelaskan dalam *disposition effect* dapat lebih didalami lebih lanjut, sehingga dapat dipahami mengapa orang terlalu cepat atau lambat menjual saham yang dimilikinya. Salah satu alasan orang menjual saham yang “bagus” terlalu cepat adalah berkaitan dengan emosi penyesalan (*regret*). Sikap ini merupakan sikap individu yang jamak ditemukan dalam berbagai situasi. Dalam konteks *disposition effect*, ketakutan akan penyesalan terlepasnya keuntungan yang sudah di tangan seandainya harga mengalami penurunan. Akibatnya mereka akan selalu duhantui oleh rasa ingin menjual saham yang dimilikinya dan akhirnya keinginan tersebut tidak dapat ditahan lagi.

Pola pikir yang rasional menyatakan bahwa seharusnya aset yang sama diperlakukan yang sama pula. Contohnya, uang yang dimiliki dapat digunakan untuk apapun dengan persyaratan dan perlakuan yang sama. Namun dalam implementasinya, orang sering mengkotak-kotakkan yang dimilikinya. Untuk keperluan yang berbeda, maka ia akan memperlakukan yang berbeda juga. Bahkan perilakunya terhadap risiko akan berbeda pula. Contohnya, uang yang ia kumpulkan sedikit demi sedikit untuk membiayai pendidikan anaknya akan disimpannya dengan hati-hati dan cenderung akan menghindari risiko. Demikian juga sebaliknya, sebagian uang yang memang disisihkannya untuk bersenang-senang digunakan dengan penuh kelonggaran dan cenderung untuk tidak terlalu memikirkan risikonya. Pola pikir yang semacam ini dikenal dengan sebutan *mental accounting*, yang membuat orang menjadi tampak tidak konsisten dalam membuat keputusan.

Konsep *mental accounting* berasumsi bahwa manusia membagi uangnya ke dalam kelompok-kelompok (*account*) tertentu berdasarkan tujuan pemanfaatan uang tersebut. Contohnya, uangnya dicadangkan untuk pensiun, untuk membiayai kuliah anaknya di perguruan tinggi dan untuk menikmati kemewahan tertentu di hari tua. Dalam konteks pasar modal, investor mungkin saja berperilaku berbeda pada setiap kelompok (*account*). Investor akan

lebih memilih membeli asuransi untuk menghindari risiko. Dalam hal ini berarti investor tersebut memiliki sikap yang *risk averse*. Sebaliknya, ketika investor tersebut memiliki rencana untuk bersenang-senang di hari tua, di mana ia menyadari membutuhkan dana yang besar, kemungkinan ia tidak segan untuk mencoba membeli undian berhadiah (lotere) yang jelas-jelas mengandung risiko. Investor yang memiliki sikap demikian memiliki sikap yang *risk seeking*. Perilaku *mental accounting* ini menunjukkan keidakkosistenan manusia dalam menjalani kehidupan sehari-hari.

Penelitian (Thaler, 1980, 1985, 1990, 1999) menunjukkan konsistensi hasil penelitian yang mengatakan bahwa manusia memandang dan memperlakukan kekayaannya dengan melihat hubungan kekayaan tersebut dengan: 1) Kemampuan mendapat penghasilan saat ini (*current income*); 2) Kekayaan yang dimiliki saat ini (*current wealth*); dan 3) Kemampuan memperoleh penghasilan di masa yang akan datang (*future income*). Biasanya seseorang mengkaitkan pengeluaran dengan konsumsi dengan *current income*, sehingga ia cenderung untuk tidak terlalu bersikap *risk averse* meskipun bukan berarti *risk seeking*. Sebaliknya, untuk pengeluaran-pengeluaran yang berdampak jangka panjang, seperti pembelian aset tetap, ia mengkaitkannya dengan *future income* dan bersikap lebih *risk averse*.

### **Teori Myopic Loss Aversion (MLA)**

**Riskin Hidayat** : Teori Myopic Loss Aversion: Sebuah Telaah Keuangan Keperilakuan Investasi Investor Di Pasar Modal

Volume 13, No.2 Juli 2017 – SEGMEN Jurnal Manajemen dan Bisnis

Pada teori keuangan standar dikenal teori portofolio Markowitz. Teori portofolio investasi menyatakan bahwa tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dan risiko (*risk*) merupakan dua kondisi yang berbanding lurus. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh seorang investor, maka semakin tinggi juga kemungkinan tingkat risiko yang akan dihadapinya. Karena adanya faktor risiko yang melekat dalam setiap unit *expected return* yang diharapkan, maka seorang investor perlu melakukan analisis secara komprehensif sebelum mengambil suatu keputusan investasi. Dengan demikian, keputusan investasi pada akhirnya akan sangat tergantung pada kemampuan menganalisis serta keberanian dari pemodal itu sendiri.

Pilihan untuk berinvestasi pada aset yang lebih aman dengan mengabaikan tingkat *return* yang lebih tinggi merupakan fenomena dalam pasar modal yang sangat sulit dijelaskan dengan model ekonomi dan menjadi teka-teki bagi para peneliti hingga saat ini. Oleh karena itu, dalam teori keuangan, *the equity risk premium* sering juga disebut sebagai *the equity premium puzzle* (Siegel dan Thaler, 1997). Kemudian Mehra dan Prescott (1985) mencoba menganalisis fenomena *the equity premium puzzle* tersebut dengan menggunakan *return* saham dan obligasi. Temuan empiris mereka hanya menjelaskan bahwa tingkat penghindaran risiko yang tinggi dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa

kebanyakan investor memilih menyimpan obligasi. Selanjutnya, Benartzi dan Thaler (1995) mengombinasikan dua konsep perilaku yaitu *loss aversion* (Kahneman dan Tversky, 1979) dan *mental accounting* (Thaler, 1985) yang kemudian disebut *myopic loss aversion* (MLA) untuk membangun landasan teoritis dalam mengobservasi *the equity premium puzzle*.

Adanya derajat penghindaran risiko yang berbeda antara satu individu dengan individu yang lain merupakan salah satu faktor perilaku yang dikemukakan oleh Kahneman dan Tversky (1979) dalam teori prospek, yang kemudian disebut mereka sebagai *loss aversion*. Seseorang dikatakan *loss averse* Kahneman dan Tversky (1979) apabila dia tidak menyukai taruhan yang simetrik (50:50), serta tingkat penghindaran mereka terhadap taruhan akan meningkat sesuai dengan peningkatan ukuran absolut taruhannya. Lebih jauh Kahneman dan Tversky (1979) serta Starmer (2000) menjelaskan bahwa, pengertian *loss aversion* adalah ekuivalen dengan fungsi *utility*, di mana seseorang lebih khawatir dengan kerugian dari pada keuntungan. Menurut Thaler (1999) bahwa secara umum individu akan merasa lebih 'sakit' pada saat kehilangan seratus dollar dibandingkan kegembiraan pada saat memperoleh seratus dollar. Selanjutnya Thaler (1999) menyarankan untuk mengurangi rasa 'sakit' tersebut dengan cara mengombinasikannya dengan tingkat keuntungan yang lebih besar. Kajian dari beberapa studi ini mengindikasikan bahwa *loss aversion*

pada dasarnya mengacu pada adanya perbedaan utilitas antara kerugian dan keuntungan terhadap suatu taruhan yang memiliki ukuran absolut yang sama.

*Mental accounting* dikembangkan oleh profesor Richard Thaler dari *Chicago University* (Haigh dan List, 2005; Pompian, 2006). *Mental accounting* sendiri dapat diartikan sebagai serangkaian tindakan kognitif dari para pelaku ekonomi dalam mengelola, mengevaluasi, dan menjaga aktivitas keuangannya (Thaler, 1999). Di sisi lain, *mental accounting* juga dapat diartikan sebagai sistem pencatatan dan peringkasan transaksi bisnis dan keuangan dalam buku transaksi, kemudian menganalisis, melakukan verifikasi, dan melaporkan hasilnya (Thaler, 1999). Lebih jauh, Pompian (2006) menyatakan bahwa *mental accounting* mengacu pada aktivitas pengodean, pengategorisasian, dan pengevaluasian keputusan keuangan.

Menurut Thaler (1999) *mental accounting* mencakup tiga komponen utama. Komponen pertama menyangkut bagaimana suatu *outcome* dipersepsikan dan dijadikan sebagai pengalaman, serta bagaimana membuat keputusan, dan setelah itu mengevaluasi keputusan tersebut. Komponen kedua menyangkut aktivitas untuk merincikan suatu *account* secara mendetil, misalnya untuk kelompok sumber-sumber maupun penggunaan dana diberi *label* secara baik dan benar. Komponen terakhir meliputi frekuensi suatu *account* dievaluasi. Semakin sering suatu *account* dievaluasi maka seseorang akan lebih berhati-hati

dalam mengambil keputusan selanjutnya. *Account* yang dievaluasi tersebut selanjutnya akan diseimbangkan kembali secara berkala. Lebih jauh, Barberis dan Huang (2001) menyatakan bahwa *mental accounting* akan terjadi apabila seseorang memikirkan dan mengevaluasi transaksi keuangan mereka secara berkala.

Sejak dikemukakannya konsep *loss aversion* Kahneman dan Tversky (1979) yang menyebutkan bahwa kerugian memiliki bobot yang lebih besar dibandingkan keuntungan, maka tingginya frekuensi evaluasi terhadap suatu investasi pada *asset* berisiko akan mendorong tingkat ketidakpuasan investor yang semakin tinggi juga (Haigh dan List, 2005). Sebaliknya frekuensi evaluasi yang semakin rendah kemungkinan besar akan menyebabkan kinerja aset yang lebih berisiko lebih tinggi dari pada kinerja aset yang kurang berisiko.

Dengan demikian frekuensi evaluasi yang semakin rendah akan mendorong investor untuk mengalokasikan proporsi aset yang lebih besar pada investasi yang lebih berisiko (misalnya saham) dibandingkan investasi yang kurang berisiko (misalnya obligasi). Kondisi ini menunjukkan bahwa para investor akan mengalami *myopic loss aversion* apabila mereka mengevaluasi hasil investasi mereka berupa keuntungan dan kerugian secara terpisah pada saat mengonsumsi suatu informasi (Haigh dan List, 2005). Analisis inilah yang mendorong manajer bank Hapoalim (salah satu perusahaan reksadana terbesar di Israel) mengubah jangka waktu pemberian

informasinya dari satu bulan menjadi tiga bulan (Gneezy *et al.*, 2003).

Penelitian Gneezy dan Potters (1997) telah mengungkap adanya perbedaan perilaku antara mahasiswa yang diberikan *feedback* secara *frequent* dan *infrequent* dalam mengambil keputusan investasi. Penelitian tersebut menggunakan subyek mahasiswa dengan diberikan perlakuan F (*frequent*) dan perlakuan I (*infrequent*) untuk melihat konsistensi mereka terhadap teori MLA. Hasil eksperimen tersebut menunjukkan adanya konsistensi para mahasiswa terhadap teori MLA dalam proses pengambilan keputusan investasi berisiko. Hal ini tercermin dari perilaku mahasiswa yang cenderung lebih berani mengambil risiko (ditunjukkan melalui lebih besarnya taruhan mereka dalam setiap ronde eksperimen) pada saat diberikan perlakuan I dibandingkan pada saat diberikan perlakuan F (Gneezy dan Potters, 1997). Penelitian Haigh dan List (2005) juga menunjukkan adanya konsistensi para *professional options and futures traders* dari CBOT terhadap teori MLA. Selain itu, mereka juga menyatakan bahwa konsistensi para *traders* profesional terhadap teori MLA ternyata lebih besar dibandingkan para mahasiswa.

Penelitian (List, 2002, 2003, 2004) menunjukkan terjadi pengurangan anomali pasar dalam pengambilan keputusan investasi terutama pada kalangan pelaku ekonomi yang memiliki pengalaman pasar. Temuan ini mempertegas pendapat bahwa kemungkinan terdapat perbedaan perilaku

antara kalangan *professional* (berpengalaman) dengan kalangan *nonprofessional* (tidak berpengalaman) dalam mengambil keputusan investasi berisiko (Haigh dan List, 2005).

Lebih jauh, Haigh dan List (2005) menyatakan bahwa kemungkinan akan terdapat perubahan perilaku yang signifikan pada saat menggunakan kalangan *professional* (berpengalaman) sebagai subjek eksperimen dibandingkan menggunakan mahasiswa, seperti pada penelitian Gneezy dan Potters (1997). Kajian tersebut mengindikasikan bahwa penggunaan partisipan berupa kelompok tidak berpengalaman (misalnya mahasiswa) untuk mewakili kelompok yang berpengalaman (misalnya *investor* saham) dalam eksperimen dikhawatirkan memberikan hasil yang kurang optimal karena kemungkinan mengandung sejumlah bias (Szalanski dan Beach, 1984; Bonner dan Pennington, 1991; Frederick dan Libby, 1986 dalam Haigh dan List, 2005). Penjelasan tersebut secara tidak langsung mengindikasikan bahwa perilaku para pelaku ekonomi yang memiliki pengalaman pasar yang baik akan berbeda dengan perilaku para pelaku ekonomi yang belum (tidak) memiliki pengalaman pasar yang baik. Perbedaan perilaku tersebut diyakini penulis akan tercermin pada saat mereka mengambil keputusan investasi berisiko.

Perbedaan derajat penghindaran risiko menurut para peneliti juga dipengaruhi oleh faktor lain seperti faktor gender. Beberapa temuan empiris mengenai derajat penghindaran risiko

akibat faktor gender dilakukan oleh Cohn *et al.* (1975) serta Watson dan McNaughton (2007). Temuan empiris mereka menunjukkan bahwa, secara umum wanita memiliki derajat penghindaran risiko (*risk averse*) yang lebih tinggi dibandingkan laki-laki. Sementara itu, Save-Soderbergh (2003) sebagaimana dijelaskan dalam Watson dan McNaughton (2007) menyatakan bahwa proporsi wanita yang memilih berinvestasi pada *superannuation-fund* (sejenis dana pensiun) yang berisiko di Swedia lebih kecil dibandingkan proporsi para pria.

Lebih jauh Felton *et al.* (2003) menyatakan bahwa setidaknya terdapat dua alasan utama yang memengaruhi mengapa wanita memiliki tingkat *risk averse* yang lebih tinggi dibandingkan pria. Alasan pertama karena perbedaan faktor biologi. Berdasarkan penelitian Zuckerman (1994) yang dijelaskan dalam Watson dan McNaughton (2007) menyatakan bahwa wanita memproduksi enzim *monoamine-oxidase* yang lebih tinggi dibandingkan pria. Enzim ini menghalangi tingkat pencarian sensasi sekaligus membatasi keleluasaan mereka pada saat akan mengambil keputusan yang berisiko. Alasan kedua menyangkut aspek *sociocultural* yang membuat pria lebih berani dalam mengambil keputusan yang lebih berisiko. Byrnes (1998) dalam Wendy (2009) menyatakan bahwa anak gadis cenderung dimonitor lebih ketat oleh orang tuanya pada waktu kecil dibandingkan anak laki-laki sehingga

sewaktu dia menginjak dewasa keberaniannya dalam mengambil keputusan risiko menjadi lebih rendah. Berdasar temuan-temuan empiris tersebut, diyakini bahwa faktor *gender* secara tidak langsung akan memengaruhi individu dalam mengambil keputusan investasi berisiko sehingga perlu mendapat perhatian khusus agar tidak menimbulkan bias pada hasil eksperimen.

Hasil penelitian Wendy (2009) menunjukkan adanya konsistensi kedua kelompok partisipan terhadap teori MLA. Analisis dari sisi gender menunjukkan bahwa keberanian partisipan laki-laki dan partisipan perempuan pada kelompok *investor* adalah sama, sedangkan pada kelompok mahasiswa, gender menunjukkan pengaruh yang signifikan. Temuan lain mengindikasikan adanya “efek kejutan” yang dialami para partisipan selama eksperimen berlangsung.

## SIMPULAN

Pembahasan keuangan berperilaku khususnya teori *Myopic Loss Aversion* dalam tulisan ini hanyalah sebagian kecil dari permasalahan yang terjadi dalam bidang berperilaku keuangan. Untuk itu, diperlukan pembahasan dan bahkan mungkin penelitian ilmiah yang lebih mendalam lagi untuk mengembangkan disiplin ilmu keuangan berperilaku khususnya teori *Myopic Loss Aversion* melalui kolaborasi antara kalangan praktisi dan akademisi dengan mempertimbangkan aspek ketidakrasionalan investor dan teori

keperilaku keuangan dalam proses perumusan kebijakan strategik (khususnya bagi para praktisi). Dengan demikian, diharapkan penelitian keuangan ke depan tidak lagi hanya terpaku pada pemodelan matematika, statistika, dan ekonometrika saja, tetapi mampu mengombinasikannya dengan aspek psikologi investor sehingga hasil penelitian lebih mampu diimplementasikan di dunia nyata.

## DAFTAR PUSTAKA

- Asri, M. 2013. *Keuangan Keperilaku. Edisi Pertama*.
- Barberis, N., dan M. Huang. 2001. "Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns". *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, hlm: 1247-1292.
- Barberis, N., dan R. Thaler. 2003. *A survey of behavioral finance*.
- Bauman, W. S. 1967. "Scientific Investment Analysis: Science or Fiction?". *Financial Analysts Journal*, Vol., No., hlm: 93-97.
- Benartzi, S., dan R. H. Thaler. 1995. *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*. National Bureau of Economic Research.
- Bondt, W. F., dan R. Thaler. 1985. "Does the stock market overreact?". *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, hlm: 793-805.
- Burrell, O. 1951. "Possibility of an experimental approach to investment studies". *The Journal of Finance*, Vol. 6, No. 2, hlm: 211-219.

- Cohn, R. A., W. G. Lewellen, R. C. Lease, dan G. G. Schlarbaum. 1975. "Individual investor risk aversion and investment portfolio composition". *The Journal of Finance*, Vol. 30, No. 2, hlm: 605-620.
- Fama, E. F. 1970. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work". *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, hlm: 383-417.
- Fang, V. W., T. H. Noe, dan S. Tice. 2009. "Stock market liquidity and firm value". *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, No. 1, hlm: 150-169.
- Feeny, D., dan K. Eng. 2005. "A test of prospect theory". *International journal of technology assessment in health care*, Vol. 21, No. 04, hlm: 511-516.
- Felton, J., B. Gibson, dan D. M. Sanbonmatsu. 2003. "Preference for risk in investing as a function of trait optimism and gender". *The journal of behavioral finance*, Vol. 4, No. 1, hlm: 33-40.
- Fromlet, H. 2001. "Behavioral Finance-Theory and Practical Application: Systematic Analysis Of Departures From The Homo Oeconomicus Paradigm Are Essential For Realistic Financial Research And Analysis". *Business economics*, Vol., No., hlm: 63-69.
- Gneezy, U., A. Kapteyn, dan J. Potters. 2003. "Evaluation periods and asset prices in a market experiment". *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 2, hlm: 821-838.
- Gneezy, U., dan J. Potters. 1997. "An experiment on risk taking and evaluation periods". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 2, hlm: 631-645.
- Grossman, S. 1976. "On the efficiency of competitive stock markets where trades have diverse information". *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 2, hlm: 573-585.
- Grossman, S. J., dan J. E. Stiglitz. 1980. "On the impossibility of informationally efficient markets". *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3, hlm: 393-408.
- Haigh, M. S., dan J. A. List. 2005. "Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis". *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, hlm: 523-534.
- Kahneman, D. 2011. *Thinking, fast and slow*: Macmillan.
- Kahneman, D., dan A. Tversky. 1979. "Prospect theory: An analysis of decision under risk". *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, Vol., No., hlm: 263-291.
- Kim, K. A., dan J. R. Nofsinger. 2008. "Behavioral finance in Asia". *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 16, No. 1, hlm: 1-7.
- Lee, C., A. Shleifer, dan R. H. Thaler. 1991. "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle". *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, hlm: 75-109.
- Lintner, G. 1998. "Behavioral finance: Why investors make bad

- decisions". *The Planner*, Vol. 13, No. 1, hlm: 7-8.
- List, J. A. 2002. "Preference reversals of a different kind: The " More is less" Phenomenon". *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, hlm: 1636-1643.
- . 2003. "Does market experience eliminate market anomalies?". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, hlm: 41-71.
- . 2004. "Neoclassical theory versus prospect theory: Evidence from the marketplace". *Econometrica*, Vol. 72, No. 2, hlm: 615-625.
- Mehra, R., dan E. C. Prescott. 1985. "The equity premium: A puzzle". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, No. 2, hlm: 145-161.
- Pompian, M. M. 2006. *Behavioral finance and wealth management*.
- Ricciardi, V., dan H. K. Simon. 2000. "What is behavioral finance?". *The Business, Education and Technology Journal*, Vol. 2, No. 2, hlm: 27-34.
- Shefrin, H. 2002. *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*: Oxford University Press on Demand.
- Shefrin, H., dan M. Statman. 1985. "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence". *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, hlm: 777-790.
- . 1993. "Behavioral aspects of the design and marketing of financial products". *Financial Management*, Vol., No., hlm: 123-134.
- . 1994. "Behavioral capital asset pricing theory". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 03, hlm: 323-349.
- . 2000. "Behavioral portfolio theory". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 02, hlm: 127-151.
- Shiller, R. J. 2007. *Understanding recent trends in house prices and home ownership*. National Bureau of Economic Research.
- Shleifer, A. 2000. *Inefficient Markets: An introduction to behavioural finance*: OUP Oxford.
- Siegel, J. J., dan R. H. Thaler. 1997. "Anomalies: The equity premium puzzle". *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 1, hlm: 191-200.
- Slovic, P. 1969. "Analyzing the expert judge: A descriptive study of a stockbroker's decision process". *Journal of Applied Psychology*, Vol. 53, No. 4, hlm: 255.
- Slovic, P., D. Fleissner, dan W. S. Bauman. 1972. "Analyzing the use of information in investment decision making: A methodological proposal". *the Journal of Business*, Vol. 45, No. 2, hlm: 283-301.
- Starmer, C. 2000. "Developments in non-expected utility theory: The hunt for a descriptive theory of choice under risk". *Journal of Economic*

- Literature*, Vol. 38, No. 2, hlm: 332-382.
- Statman, M. Year. "Behavioral finance versus standard finance". Artikel dipresentasikan pada *AIMR conference Proceedings*, di.
- . 1999. "Behaviorial finance: Past battles and future engagements". *Financial Analysts Journal*, Vol., No., hlm: 18-27.
- . 2000. "Socially responsible mutual funds". *Financial Analysts Journal*, Vol., No., hlm: 30-39.
- . 2010. *What is behavioral finance?*
- Statman, M., K. L. Fisher, dan D. Anginer. 2008. "Affect in a behavioral asset-pricing model". *Financial Analysts Journal*, Vol., No., hlm: 20-29.
- Thaler, R. H. 1980. "Toward a positive theory of consumer choice". *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 1, No. 1, hlm: 39-60.
- . 1985. "Mental accounting and consumer choice". *Marketing science*, Vol. 4, No. 3, hlm: 199-214.
- . 1990. "Anomalies: Saving, fungibility, and mental accounts". *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, hlm: 193-205.
- . 1999. "Mental accounting matters". *Journal of Behavioral decision making*, Vol. 12, No. 3, hlm: 183.
- . 2005. *Advances in behavioral finance*: Princeton University Press.
- Thaler, R. H., A. Tversky, D. Kahneman, dan A. Schwartz. 1997. "The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 2, hlm: 647-661.
- Tversky, A., dan D. Kahneman. 1985. "The framing of decisions and the psychology of choice". Pada *Environmental Impact Assessment, Technology Assessment, and Risk Analysis*: Springer, 107-129.
- . 1992. "Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty". *Journal of Risk and uncertainty*, Vol. 5, No. 4, hlm: 297-323.
- Watson, J., dan M. McNaughton. 2007. "Gender differences in risk aversion and expected retirement benefits". *Financial Analysts Journal*, Vol., No., hlm: 52-62.
- Wendy. 2009. "Pengaruh Perilaku Myopia Pada Proses Pengambilan Keputusan Investasi Dalam Eksperimen Laboratori: Implikasi Teori Myopic Loss Aversion di Pasar Modal", Fakultas Ekonomika dan Bisnis Gadjah Mada, Yogyakarta, unpublished.

## PEDOMAN PENULISAN

1. Naskah belum pernah dimuat dalam media cetak lain, diketik pada kertas kuarto berkualitas baik. Dibuat sesingkat mungkin sesuai dengan subyek dan metodologi penelitian (bila naskah tersebut ringkasan penelitian), biasanya 10-15 halaman dengan spasi ganda, kecuali untuk kutipan langsung diindent dengan satu spasi.
2. Sistematika penulisan artikel non hasil riset setidaknya terdiri dari: a) Abstrak/Sinopsis, b) Pendahuluan yang menguraikan permasalahan dan tujuan penulisan, c) Pembahasan, d) Simpulan.
3. Sistematika penulisan artikel hasil riset terdiri dari: a) Abstrak/Sinopsis, b) Pendahuluan, yang menguraikan motivasi riset, rumusan masalah dan tujuan, c) Tinjauan pustaka/kerangka teoritis dan rumusan hipotesis (jika ada), yang memaparkan kerangka teoritis sebagai landasan yang logis untuk mengembangkan hipotesis atau model riset, d) Metode riset, yang memuat metode pengumpulan data, pengukuran dan definisi operasional variabel, dan metode analisis data, e) Analisis hasil dan pembahasan, yang menguraikan analisis hasil riset dan pembahasan temuan riset, f) Simpulan, yang berisi simpulan riset dan menjelaskan aplikasinya serta mengemukakan keterbatasan riset.
4. Marjin atas, bawah dan samping harus dibuat paling tidak satu inci.
5. Halaman sampul memuat judul tulisan, nama penulis, institusinya dan alamat *e-mail*.
6. Halaman, semua halaman termasuk tabel, harus diberi nomor urut.
7. Angka dilafalkan dari satu sampai dengan sepuluh dan seterusnya, kecuali jika digunakan dalam tabel, daftar atau digunakan dalam unit, kuantitas matematis, statistik, keilmuan atau teknis seperti jarak, bobot dan ukuran.
8. Persentase dan pecahan desimal untuk penulisan yang bukan teknis menggunakan kata persen dalam teks, sedangkan untuk pemakaian teknis menggunakan simbol %.
9. Semua naskah harus disertai dengan disket/file yang berisi ketikan naskah dengan menyebutkan jenis pengolah kata dan versinya.
10. Nama kontributor/penulis disertai lembaga atau institusi di bawahnya. Bila penulis lebih dari satu ditulis ke bawah.
11. Abstrak ditulis sebelum isi tulisan. Abstrak tidak boleh matematis dan mencakup ikhtisar pertanyaan penelitian, metode dan pentingnya temuan serta saran atau kontribusi dan keterbatasan penelitian.
12. Kata kunci, dalam abstrak mencantumkan kata kunci untuk kepentingan penyusunan indeks.

13. Tabel dan gambar, untuk tabel dan gambar (grafik) sebagai lampiran dicantumkan pada halaman dan terletak sesudah teks. Sedangkan table atau gambar yang terdapat baik dalam naskah maupun bukan harus diberi nomor urut dan tabel.
  - Tabel atau gambar juga disertai judul lengkap mengenai isi table atau gambar.
  - Sumber acuan tabel atau gambar dicantumkan di bawah tabel atau gambar.
  - Tabel dan grafik mudah dipahami tanpa harus melihat teks penjelasan.
  - Tabel dibuat dengan rapi sedangkan gambar harus dalam bentuk siap cetak.
14. Daftar acuan, setiap naskah harus mencantumkan daftar acuan yang isinya hanya karya yang diacu, dengan format:
  - Gunakan inisial nama pengarang.
  - Tahun terbit harus dituliskan setelah nama pengarang.
  - Judul jurnal tidak boleh disingkat.
  - Kalau lebih dari satu karya oleh penulis yang sama urutkan secara kronologis waktu terbitnya. Dua karya atau lebih dalam satu tahun oleh penulis yang sama dibedakan dengan huruf setelah tanggal

