

Keuangan Keperilakuan (*Behavioral Finance*): Sebuah Overview

Abdulloh Mubarak

Abstract

This Paper aims to overview the study of behavioral finance that comprises the concept, the difference with the standard financial and underlying theoretical framework of behavioral finance. The discussion of paper is done with the study of literature by using literature from various sources such as journals, textbook and other reference sources. The results of this paper explained that there are fundamental differences between behavioral finance and financial standards. Financial standards built on the assumption that investors are rational and markets are efficient, while behavioral finance assumes that investors are normal human beings and the market is not efficient. Behavioral finance study based on the theory of limited to arbitrage and two psychological theories, namely the theory of heuristics and prospect theory. Theory of heuristics tries to explain the various bias beliefs that affect how investors think and make decisions like anchoring, representativeness, availability bias and overconfidence. While The prospect theory tries to explain various aspects of behavioral investors in the face of financial risks such as loss aversion, mental accounting, myopic loss aversion, self-control, regret aversion.

Keywords: *behavioral finance, financial standards, limited to arbitrage, cognitive psychology, heuristic theory, prospect theory*

I. Pendahuluan

Keuangan berperilaku merupakan bidang ekonomi yang relatif baru dan menjadi topik hangat bagi para profesional investasi (Fuller, 2000). Bidang ini mulai dikenal terutama oleh akademisi setelah Solvic (1969 dan 1972) mengemukakan aspek psikologi dalam kegiatan investasi dan kepada para broker saham (Manurung, 2012), kemudian populer sejak era 1990-an (Ricciardi dan Simmon, 2000 dan Shiller, 2003). Pada waktu itu terbit banyak literatur tentang keuangan berperilaku baik melalui jurnal akademik, publikasi bisnis atau surat kabar lokal. Diskusi tema keuangan, pada saat itu, berubah yang semula menitik beratkan pada analisis ekonometrik time series tentang harga saham, dividen dan laba ke arah diskusi model pengembangan psikologi manusia dalam pasar keuangan.

Kajian keuangan keperilakuan muncul sebagai suatu bidang kontroversial untuk memberikan penjelasan atas teka-teki praktik dan peristiwa keuangan yang tidak dapat dijelaskan secara memuaskan oleh teori ekonomi keuangan standar (Herschberg, 2012). Peristiwa keuangan tersebut antara lain berupa anomali keuangan dalam bentuk volatilitas saham secara eksem di pasar modal seperti dalam kasus *January Effect*, *Day of the week effects*, *returns over trading dan non-trading periods*, *Stock return volatility* dan *the internet phenomenon*. (Widyastuti, 2011). Volatilitas saham tersebut tidak dapat diprediksi dan dijelaskan oleh teori pasar efisien yang berkembang pada saat itu. Sebagian pengamat dan peneliti menyimpulkan bahwa anomali harga saham bukan hanya karena alasan fundamental semata tetapi karena faktor-faktor lain yang dikenal dengan “*sun spots*”, “*animal spirits*” atau psikologi masa (Shiller, 2003:84). Mereka menyadari bahwa anomali keuangan di pasar modal dapat dipahami dengan model yang mengaggap bahwa agen tidak sepenuhnya rasional (Herschberg, 2012).

II. Konsep Keuangan Keperilakuan

Keuangan keperilakuan telah dijelaskan oleh beberapa orang seperti Pompian (2006), Ricciardo dan Simon (2000), Fuller (2000) dan Sewell (2007). Pompian (2006:4) mengartikan keuangan keperilakuan sebagai aplikasi psikologi terhadap keuangan. Sewell (2007:1) menjelaskan bahwa keuangan keperilakuan adalah studi tentang pengaruh psikologi pada keperilakuan praktisi keuangan dan dampaknya terhadap pasar. Fuller (2000:5) mendefinisikan keuangan keperilakuan dalam tiga cara: pertama, keuangan keperilakuan adalah integrasi ekonomi dan keuangan klasik dengan psikologi dan ilmu pembuatan keputusan. Kedua, keuangan keperilakuan adalah suatu usaha menjelaskan penyebab beberapa anomali yang teramati dan dilaporkan dalam literatur keuangan. Ketiga, keuangan keperilakuan merupakan studi bagaimana investor membuat kesalahan dalam penetapan secara sistematis (*systematically make errors*) dan kesalahan mental (*mental mistakes*). Singkatnya keuangan keperilakuan merupakan penjelasan mengenai apa, mengapa dan bagaimana tentang keuangan dan investasi berdasarkan persepsi manusia (Ricciardo dan Simon, 2000:2).

Studi keuangan keperilakuan didukung oleh banyak tokoh antara lain Richard Thaler (lahir 1945), Robert Shiller (lahir 1946), Hersh Shefrin (lahir 1948), Andrei Shleifer (lahir 1961) dan Meir Statmen (lahir 1947) (Pompian, 2006). Richard Thaler merupakan editor buku “*advance in behavioral finance*” yang diterbitkan pertama kali pada tahun 1993. Buku ini berisi kumpulan 21 artikel tentang keuangan keperilakuan. Kebanyakannya telah diterbitkan dalam jurnal akademik bereputasi tinggi seperti Journal of Finance, American Economic Review, Journal of Financial Economic dan lain-lain. Dalam pembahasannya dibagi dalam enam bagian yaitu noise, volatility, overreaction, international market, corporate finance, dan individual behavior (Jegadeesh, 1995).

Robert Shiller terkenal melalui salah satu karya bukunya “*Irrational Exuberance*”. Istilah ini sebenarnya diperkenalkan pertama kali oleh Kepala Badan Federal Reserve, Alan Greenspan, dalam pidatonya di depan American Enterprise Institute pada 5 Desember 1996. Dalam bukunya, Shiller memperingatkan bahwa harga saham telah naik begitu tinggi sehingga publik dapat sangat kecewa dengan kinerja pasar saham di tahun yang akan datang.

Hersh Shefrin menulis buku terkenal “*Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*” yang terbit pertama kali pada tahun 2000. Buku tersebut menjelaskan bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi seluruh bidang keuangan. Pengertian keuangan keperilakuan dibahas dalam bab pertama dengan membagi dalam tiga tema besar: Heuristics, framing dan market inefficiency (Zweig, 2000).

Andrei Shleifer menulis buku dengan judul “*Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*” yang terbit pertama kali pada tahun 2000. Buku ini disusun dalam tujuh bab pembahasan, dimana secara umum menjelaskan studi keuangan keperilakuan sebagai studi alternatif pasar keuangan yang berkembang sekarang, yaitu teori pasar efisien.

Meir Statmen menghasilkan banyak karya di bidang manajemen keuangan, khususnya keuangan keperilakuan. Salah satu buku terkenalnya adalah “*What Investors Really Want*” yang diterbitkan pada tahun 2011. Buku tersebut menjelaskan motivasi dan bagaimana investor membuat keputusan yang lebih

baik (Westbrook, 2012). Dia juga menulis artikel berjudul “*Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements*” dimana karya ini dianggap sebagai hasil penelitian klasik tentang keuangan berperilaku. Dengan banyaknya karya yang dihasilkan, Statman memenangkan banyak penghargaan antara the William F. Sharpe Best Paper Award, a Bernstein Fabozzi/Jacobs Levy Outstanding Article Award, and two Graham and Dodd Awards of Excellence (Pompian, 2006).

III. Keuangan Standar dan Perbedaannya dengan Keuangan Berperilaku

Teori keuangan yang diterima dan yang sedang diajarkan dalam proses pembelajaran di perguruan tinggi sekarang ini adalah teori keuangan tradisional (standar) (Ricciardi dan Simon, 2000). Keuangan standar didasari oleh beberapa kerangka teori seperti modern portfolio theory (MPT), the efficient market hypothesis (EMH) (Ricciardi dan Simon, 2000 dan Khoshnood dan Khoshnood, 2011), arbitrage principles dan the capital asset pricing (Pompian, 2006).

MPT diciptakan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952. Teori MPT menjelaskan return ekspektasi atas sebuah saham atau portofolio saham, deviasi standar dan hubungannya dengan saham dan reksadana dalam suatu portofolio. Suatu portofolio bisa efisien jika suatu kelompok saham memiliki return ekspektasi maksimum atas sejumlah resiko yang diasumsikan atau yang memiliki kemungkinan resiko terendah pada return ekspektasi tertentu (Ricciardi dan Simon, 2000).

EMH merupakan suatu konsep keuangan yang diusulkan dalam suatu disertasi yang ditulis Eugene Fama di tahun 1960-an. Fama mendemonstrasikan bahwa suatu pasar modal terdiri dari banyak investor yang memiliki banyak informasi. Investasi akan membentuk harga yang pantas yang merefleksikan semua informasi yang tersedia. Ada tiga bentuk EMH, pertama bentuk “Lemah” yang menggambarkan bahwa semua data harga di masa lalu terefleksi penuh dalam harga suatu sekuritas. Kedua bentuk “setengah kuat” yang menjelaskan bahwa semua informasi yang tersedia secara publik terefleksikan secara penuh dalam harga sekuritas. Ketiga bentuk “kuat” yang menunjukkan bahwa semua informasi terefleksi secara penuh dalam harga sekuritas (Pompian, 2006).

Terkait prinsip arbitrase, Modigliani dan Miller mengakui pentingnya kondisi arbitrase dalam ekonomi keuangan. dalam karyanya tentang struktur keuangan, Modigliani dan Miller menjelaskan bahwa jika suatu perusahaan dapat merubah nilai pasar hanya melalui operasi keuangan seperti menyesuaikan Debt –equity ratio, maka pemegang saham dan obligasi individual dapat melakukan transaksi portofolio yang sama yang akan menghasilkan keuntungan arbitrase saja. Jika pasar cukup efisien untuk menghilangkan keuntungan arbitrase bagi pemegang saham individual maka dapat juga menghilangkan keuntungan arbitrase di tingkat pemegang saham perusahaan (Varian, 1987:56).

William Sharpe (1964) dan John Lintner (1965) memperkenalkan sebuah model penilaian harga sekuritas yang dikenal dengan The capital asset pricing model (CAPM). Temuan model ini kemudian menandai lahirnya *asset pricing theory* (Fama dan French, 2004). Model CAPM digunakan untuk menentukan rate of return yang sesuai atas suatu aset sehingga harga dapat juga diperkirakan jika perusahaan bisa mengestimasi arus kas yang diharapkan. Meskipun terdapat kritikan atas asumsi CAPM, namun model ini masih digunakan secara luas (Elbannan, 2015). Banyak perusahaan menggantungkan Model CAPM terutama untuk mengestimasi biaya modal perusahaan dan menilai kinerja portofolio (Fama dan French, 2004).

Keuangan standar berbeda dengan keuangan berperilaku dalam beberapa hal. Statman (2014: 1) menjelaskan empat perbedaan keuangan standar dengan keuangan berperilaku berdasarkan blok pondasi bangunan ilmu. Pertama, keuangan standar berasumsi bahwa investor adalah rasional, sementara keuangan berperilaku berasumsi bahwa investor adalah normal. Kedua, keuangan standar menganggap bahwa pasar adalah efisien, sedangkan keuangan berperilaku menganggap bahwa pasar tidak efisien bahkan sulit dikalahkan. Ketiga, dalam menyusun portofolio, keuangan standar menyarankan agar investor menggunakan *mean-variance theory*, sedangkan keuangan berperilaku menyarankan agar menggunakan *behavioral portfolio theory*. Keempat, keuangan standar menjelaskan return ekspektasi investasi dengan menggunakan standard asset pricing theory dimana perbedaan return ekspektasi hanya ditentukan oleh

perbedaan dalam resiko, sementara keuangan berperilaku menjelaskan return ekspektasi investasi dengan menggunakan behavioral asset pricing theory, dimana perbedaan return ekspektasi hanya ditentukan bukan hanya dari perbedaan dalam resiko.

Terkait dengan resiko keuangan, keuangan standar juga berbeda pandangan dengan keuangan berperilaku (Ricciardi, 2008). Keuangan standar menggunakan pendekatan objektif dalam mengukur resiko seperti beta dan standar deviasi. Asumsi yang mendasari adalah bahwa terdapat hubungan linier (positif) antara resiko dan return yang diharapkan. Sebaliknya, keuangan berperilaku menggunakan pendekatan kombinasi objektif dan subjektif. Peneliti keuangan berperilaku menganalisis resiko berdasarkan aspek kualitatif seperti pengaruh isu kognitif dan faktor emosional. Topik yang berkembang yang diminati peneliti keuangan berperilaku adalah pengujian hubungan terbalik antara resiko dan return ekspektasi.

IV. Kerangka Teori yang Mendasari Keuangan Berperilaku

Thaler dan Barbares (2003) dan Ritter (2003) menjelaskan dua blok bangunan keuangan berperilaku yaitu limited to arbitrage dan psychology (kognitif), sementara De Bondt et al., (2008) menjelaskan tiga blok bangunan keuangan berperilaku, yaitu sentiment, behavioral preference dan limited to arbitrage. Makalah ini mencoba menjelaskan blok bangunan keuangan berperilaku sebagaimana dijelaskan Thaler, Barbares dan Ritter. Hal ini karena dua blok bangunan sebagaimana dijelaskan De Bondt et al., yaitu sentiment dan behavioral preference, merupakan bagian pembahasan teori dalam psikologi yang membahas bidang keuangan.

4.1. Teori Limited to arbitrage

Teori limited to arbitrage berargumen bahwa sulit bagi para pedagang rasional untuk membatalkan dislokasi yang disebabkan oleh pedagang kurang rasional (Thaler dan Barberis, 2003). Teori ini mencoba menjawab pertanyaan mengapa penyimpangan harga saham (*mispicing*) tidak mudah dikoreksi oleh investor rasional (Alsedrah dan Ahmad, 2014). Dalam teori ini yang dimaksud arbitrase (*arbitrage*) adalah cara memperoleh keuntungan dengan mencari aset yang

undervalue dan overvalue di dua pasar berbeda, menilai ke dua aset tersebut kemudian membeli aset yang undervalue dan menjual aset yang overvalue. Menurut teori keuangan standar (Efficient market theory) ketika harga saham berbeda dari nilai fundamentalnya, investor arbitrase akan membeli saham yang undervalue dan menjual yang overvalue. Tingginya permintaan saham undervalue dan penawaran saham overvalue akan mendorong harga kembali ke nilai wajarnya, dan investor akan memperoleh keuntungan.

Namun, dalam praktiknya, para investor arbitrase menghadapi sejumlah kendala, sehingga sulit untuk mendapatkan keuntungan sekaligus mengoreksi penyimpangan tersebut. Ada tiga kendala utama arbitrase, yaitu risiko fundamental perusahaan, biaya transaksi, dan risiko pedagang gaduh (*noise trader risk*). Pedagang gaduh biasanya beraktivitas tidak berdasarkan analisis informasi. Ketika mayoritas pelaku pasar adalah pedagang gaduh dan semua melakukan tindakan yang sama, maka mereka akan membuat kesalahan sistematis yang akan meningkatkan mispricing dan menciptakan resiko tambahan untuk semua pelaku pasar. Karena adanya kendala inilah maka Brealey, Myer, dan Allen (2010) menamakannya dengan istilah Limited to arbitrage (Alsedrah dan Ahmad, 2014).

Terkait dengan penelitian arbitrase, peneliti menemukan bahwa pasar yang dibentuk melalui proses arbitrase tidak bisa mencegah adanya mispricing dari penutupan saham segera. Temuan ini mengindikasikan bahwa harga saham tidak mencerminkan semua informasi yang tersedia sebagaimana yang diprediksi teori pasar efisien (Herschberg, 2012). Penelitian lain menemukan serangkaian fenomena pasar keuangan yang tidak sesuai dengan gagasan bahwa arbitrase penuh selalu terjadi. Temuan ini berkebalikan prinsip dasar keuangan standar yang menyatakan bahwa para arbitraser akan memaksa harga menyatu dengan nilai-nilai dasarnya (De Bondt et al, 2008). Shleifer dan Vishny (1997) menemukan hampir semua arbitrase membutuhkan kapital dan beresiko dan hal ini berkebalikan dengan referensi arbitrase dalam pasar keuangan sebagaimana dijelaskan keuangan standar. Pasar keuangan mengandung biaya transaksi, pajak dan pembayaran margin sehingga di dalamnya tidak mungkin tanpa ada friksi.

4.2.Psikologi Kognitif

Dalam literatur psikologi ditemukan bahwa seseorang membuat kesalahan sistematis dalam cara berpikir (kognitif) seperti terlalu yakin akan kemampuan dan keahlian yang dimiliki, terlalu mengandalkan pengalaman dan lain-lain (Ritter, 2003). Keputusan yang salah atau irrasional terjadi karena seseorang memiliki bias dalam kepercayaan. Bias kepercayaan terjadi di bawah kondisi ketidakpastian dan resiko tertentu. Berbagai bias kepercayaan di bawah kondisi ketidakpastian dijelaskan dalam teori psikologi heuristik (heuristics theory), sedangkan bias kepercayaan di bawah kondisi resiko tertentu di jelaskan dalam teori psikologi prospek (prospect theory) (Alsedrah dan Ahmad, 2014). Kedua teori psikologi tersebut merupakan kerangka teori yang mendasari bidang keuangan berperilaku (Khoshnood dan Khoshnood, 2011)

4.2.1. Teori Heuristik

Teori heuristik menjelaskan bagaimana individu membuat keputusan di bawah kondisi ketidakpastian. Kondisi ketidakpastian ini bisa terjadi karena lingkungan yang aktif, dinamis, dan kompleks seperti yang terjadi di pasar modal. Dalam kondisi ketidakpastian, keputusan yang diambil bisa saja salah, bias atau tidak rasional. Teori heuristik menjelaskan bahwa seorang individu (investor) memiliki bias kepercayaan yang akan mempengaruhi bagaimana berpikir dan mengambil keputusan. Bias kepercayaan tersebut antara lain (De Bondt et al, 2008):

Anchoring yaitu bentuk bias yang hanya meyakini pada satu buah informasi. Seorang investor yang memiliki bias ini hanya akan mendasarkan keputusan investasinya pada satu informasi tertentu apakah karena informasi tersebut adalah yang pertama kali didengar atau hanya itu yang tersedia sehingga begitu mengandalkannya. Yang berhubungan dekat dengan anchoring adalah conservatism dimana investor lebih mengandalkan pada informasi masa lalu dan kurang bereaksi terhadap informasi baru.

Representativeness yaitu bentuk bias dimana terlalu mengandalkan pada stereotip (perwakilan). Investor yang percaya bahwa tren saham tertentu akan bertahan, akan sangat menggantungkan tren tersebut selama proses pengambilan keputusan. Tren tersebut menjadi stereotip atas pergerakan saham yang akan

datang. Bias yang terkait dengan representatif adalah the rule of small numbers dimana sebuah sampel dapat mewakili seluruh populasi dan the “gambler’s fallacy” yaitu keyakinan bahwa jika sesuatu terjadi lebih sering dari biasanya selama beberapa periode, maka akan terjadi lebih sering di masa depan.

Availability bias yaitu suatu bias dimana investor hanya mendasarkan informasi yang mudah didapatkan. Investor yang memiliki bias ini akan mengambil keputusan berdasarkan informasi yang didapatkan secara mudah baik melalui memori, imajinasi atau informasi yang dipublikasikan media.

Overconfidence yaitu bias dimana terlalu menilai lebih atas kemampuan dan pengetahuan yang dimiliki. Bias ini dapat berakibat investor meremehkan dalam mempertimbangkan resiko, terlalu yakin dapat memenangkan pasar dan menghasilkan return yang melebihi investor lainnya.

4.2.2. Teori Prospek

Teori prospek menjelaskan bagaimana seseorang (investor) membuat keputusan di bawah kondisi resiko tertentu atau memilih diantara dua pilihan resiko dalam kondisi ketidakpastian (Alsedrah dan Ahmad, 2014). Ada beberapa aspek perilaku investor dalam memandang resiko yang dijelaskan dalam teori prospek, yaitu (De Bondt et al, 2008 dan Khoshnood dan Khoshnood, 2011):

Loss aversion merupakan salah satu preferensi yang paling penting dalam teori keuangan berperilaku. Aspek berperilaku ini merupakan aspek yang membedakan dengan hipotesis pasar efisien. Loss aversion menunjukkan keengganan investor untuk menderita kerugian. Seorang investor cenderung menghindari kerugian dari pada memperoleh keuntungan.

Mental accounting adalah kecenderungan orang untuk memisahkan uangnya ke dalam rekening berbeda berdasarkan berbagai kriteria subjektif, seperti berdasarkan sumber uang dan maksud dari setiap rekening. Menurut teori ini, individu menetapkan fungsi yang berbeda untuk setiap kelompok aset, yang sering memiliki pengaruh tidak rasional dan merugikan pada keputusan konsumsi dan perilaku lainnya.

Myopic loss aversion menyatakan bahwa preferensi investor untuk menghindari risiko dan kerugian pada saat investasi jangka pendek dibanding

investasi jangka panjang. Preferensi ini merupakan perpaduan antara loss aversion dan framing berbasis horizon waktu.

Self-control. menjelaskan sejauh mana investor dapat mengendalikan dirinya. Aspek perilaku ini digunakan untuk menjelaskan mengapa investor terus menjadi orang yang mengalami kerugian. Aspek perilaku ini juga dapat diartikan bahwa investor suka berinvestasi pada efek dimana mereka memiliki kemampuan untuk mengontrol investasinya. Dengan alasan ini investor lebih memilih saham yang memberikan dividen dibandingkan capital gain.

Regret Aversion adalah kecenderungan investor untuk menghindari beberapa perilaku yang mungkin menjadikan dirinya tidak nyaman sesudahnya, meskipun dia percaya bahwa perilaku tersebut adalah yang terbaik. Hal ini karena ketika investor membuat keputusan yang salah, mereka akan merasa sakit dan menyesal atas keputusan tersebut. Semakin keputusan yang diambilnya adalah keputusan yang tidak konvensional, akan semakin besar penyesalannya.

V. Kesimpulan

Bidang keuangan keperilakuan merupakan bidang kajian baru yang populer di era 1990-an. Bidang ini muncul sebagai respon atas keterbatasan keuangan standar yang tidak bisa menjawab permasalahan keuangan saat itu yaitu peristiwa anomali keuangan dalam bentuk volatilitas saham secara eksemplar di pasar modal. Ada perbedaan mendasar antara keuangan standar dan keuangan keperilakuan. Keuangan standar menganggap bahwa investor seluruhnya rasional, sedangkan keuangan keperilakuan mengasumsikan investor adalah manusia normal. Dalam memandang pasar, keuangan standar berasumsi bahwa pasar adalah efisien, sehingga kegiatan investasi akan membentuk harga yang pantas yang merefleksikan semua informasi yang tersedia. Adapun keuangan keperilakuan menganggap bahwa dalam pasar terdapat biaya transaksi, pajak dan pelaku pasar yang tidak rasional atau pedagang gaduh sehingga di dalam pasar tidak mungkin tanpa ada friksi dan tidak mungkin efisien. Keuangan keperilakuan berusaha menjelaskan dan memecahkan permasalahan keuangan dengan pendekatan psikologi.

Ada dua teori psikologi yang mendasari keuangan berperilaku yaitu teori heuristik dan teori prospek. Teori heuristik menjelaskan bagaimana investor membuat keputusan keuangan dalam kondisi ketidakpastian. Menurut teori ini ada banyak bias kepercayaan yang mempengaruhi bagaimana investor berpikir dan mengambil keputusan. Bias tersebut antara lain anchoring, representativeness, availability bias dan overconfidence. Teori prospek menjelaskan bagaimana investor mengambil keputusan di bawah resiko tertentu. Aspek perilaku investor dalam menghadapi resiko yang dijelaskan teori ini antara lain loss aversion, mental accounting, myopic loss aversion, self-control, regret aversion.

DAFTAR PUSTAKA

- Alsedrah, I dan Ahmad, N. 2014. Behavioral Finance: The missing piece in modern finance. *Proceedings of the First Middle East Conference on Global Business, Economics, Finance and Banking (ME14 DUBAI Conference) Dubai*.
- De Bondt, W., Muradoglu, G, Shefrin, S. dan Staikouras, S.K. 2008. Behavioral Finance: Quo Vadis?. *Journal Of Applied Finance*, pp. 1-15.
- Elbannan, M.A. 2015. The Capital Asset Pricing Model: An Overview of the Theory. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 7, No. 1, pp. 216-228.
- Fama, E.F. dan French, K.R. 2004. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 18, No. 3, pp. 25–46.
- Fuller, R. J. 2000. Behavioral Finance and the Sources of Alpha. *Forthcoming: Journal of Pension Plan Investing*. Vol. 2, No. 3, pp. 1-22.
- Hens, Thorsten. 2002. Reviewed Work: Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance by Andrei SHLEIFER . *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*. Vol. 158, No. 2. pp. 369-373
- Herschberg, M. 2012. Limits to Arbitrage: An introduction to Behavioral Finance and a Literature Review. *Palermo Business Review*. No. 7, pp. 7-21.
- Jegadeesh, Narasimhan. 1995. Reviewed Work: Advances in Behavioral Finance by Richard H. Thaler. *The Journal of Finance*. Vol. 50, No. 1. pp. 396-400.

- Khoshnood, M. dan Khoshnood, Z. 2011. Behavioral Finance : A New Paradigm in Finance. *International Conference on Information and Finance: IPEDR*. Vol.21, pp. 96-100.
- Manurung, A.H. 2012. *Teori Investasi: Konsep dan Empiris*. Jakarta: PT Adler Manurung Press
- Pompian, M.M. 2006. *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. John Wiley & Sons, Inc.
- Ricciardi, V. dan Simon, H.K. 2000. What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology Journal*, pp. 1-9.
- Ricciardi, V. 2008. Risk: Traditional Finance Versus Behavioral Finance. *Handbook Of Finance: Vol. 3: Valuation, Financial Modeling, and Quantitative Tools*, Frank J. Fabozzi, ed., pp. 11-38, John Wiley & Sons,
- Jay R. Ritter, J.R. Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*. 11, pp. 429–437.
- Sewell, M. 2007. *Behavioural finance*. University of Cambridge.
- Shiller, R.J. 2003. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspective*. Vol. 17, No.1, pp. 83-104.
- Shleifer, A. dan Vishny, R.W. 1997. The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance*. Vol. Lll, No. 1, pp. 35-55.
- Statman, M. 2014. Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, pp. 1-9 <http://dx.doi.org/10.1016/j.bir.2014.03.001>
- Thaler, R., dan Barberis, N. 2003. *A Survey of Behavioral Finance: Handbook of the Economics of Finance*, National Bureau of Economic Research.
- Varian, H.R. 1987. The Arbitrage Principle in Financial Economics. *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 1, No. 2, pp. 55-72.
- Westbrook, Paul. 2012. *Book Review: What Investors Really Want by Meir Statman*. Association for Financial Counseling and Planning Education.
- Widyastuti. 2015. *Behavioural Finance dalam Proses Pengambilan Keputusan*. http://pustaka.unpad.ac.id/wp-content/uploads/2011/03/behavioral_finance.pdf/ 4 Oktober 2015

Zweig, Jason. 2000. On Hersh Shefrin's *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. *Journal of Psychology and Financial Markets*. Vol. 1, Issue. 2.