

REGRET AVERSION BIAS DAN RISK TOLERANCE DALAM KEPUTUSAN INVESTASI

Oleh:

Nafi Pujiyanto¹⁾, Linda Ariany Mahastanti¹⁾

E-mail: linda.ariany@staff.uksw.edu

¹⁾Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana

ABSTRACT

The purpose of this research to investigate the effects of a person's regret aversion bias (experienced regret and anticipated regret) are compared to the effects of an individual's risk tolerance on investment decision behavior. Johnson's (2008) research found that regret aversion bias did not predict subsequent investment decision behavior. Risk tolerance significantly influenced investment decisions. The method of the research is experimental study with Chi-Square. The design of research is 2x2 (between subject) with regret aversion bias (experienced regret and anticipated regret) and risk tolerance (high and low).

The sample of subjects in this research are 70 students of the undergraduate program Faculty of Economics and Business at Satya Wacana Christian University who have already taken financial management course. The result of the research shows that an individual's risk tolerance significantly influences investment decision making. Risk tolerance proved to be a main effect in investment decision. Regret aversion bias does not significantly influence investment decision making. In this result, no interaction between regret aversion bias and risk tolerance in the future of investment decision.

Keywords: *Regret aversion bias, risk tolerance, investment decision.*

PENDAHULUAN

Kegiatan investasi sudah dilakukan manusia sejak dahulu. Kinerson dan Bailey (2005) mengemukakan bahwa beratus-ratus tahun lalu manusia telah dihadapkan pada suatu persoalan pengambilan keputusan investasi. Dalam pengambilan keputusan investasi, manusia dihadapkan pada risiko investasi. Risiko investasi merupakan suatu ketidakpastian yang muncul dalam sebuah investasi. Investasi merupakan *speculative risk* yaitu risiko yang jika diambil mungkin akan mengakibatkan diperolehnya keuntungan atau timbulnya kerugian. Semua risiko spekulatif diambil sebagai pilihan sadar dan tidak hanya diakibatkan oleh situasi yang tidak terkontrol (www.warsidi.com/2009/11). Risiko menjadi salah satu pertimbangan para investor dalam mengambil keputusan investasi. Ketidakpastian dalam suatu investasi menimbulkan para investor memiliki perilaku yang berbeda-beda.

Dewasa ini, perkembangan investasi di Indonesia sangat pesat terutama pada investasi saham. Keuntungan yang didapat dari investasi di saham sangat menjanjikan sehingga banyak masyarakat yang tertarik untuk terjun ke dunia investasi saham. Akan tetapi, banyak orang tidak

memperhatikan risiko dari investasi saham tersebut. Kebanyakan orang awam melakukan kegiatan investasi hanya sebatas ikut-ikutan. Sehingga ada sebagian investor tidak melakukan analisis investasi saham secara mendalam. Walaupun ada juga sebagian investor yang melakukan analisis investasi terlebih dahulu sebelum pengambilan keputusan investasi. Setiap individu memiliki pendekatan yang berbeda-beda dalam pengambilan keputusan investasi.

Pendekatan ilmu manajemen keuangan yang mempelajari tentang perilaku investor dalam mengambil keputusan adalah *behavioral finance*. Selain ilmu ekonomi, *behavioral finance* juga melibatkan ilmu psikologi. Faktor psikologis seorang investor sangat berpengaruh terhadap keputusan investasinya. Shefrin (2005), *behavioral finance* merupakan ilmu bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi perilaku keuangan. Dapat disimpulkan bahwa *behavioral finance* merupakan ilmu yang mempelajari bagaimana manusia dalam mengambil keputusan investasi didasarkan pada respon dari informasi yang diperolehnya. Selain itu, penelitian Kahneman dan Tversky (2000) menjelaskan tentang *prospect theory* yang berkaitan dengan ide bahwa manusia tidak selalu berperilaku secara rasional. Keterlibatan emosi, kesukaan, sifat dan berbagai macam hal yang melekat di dalam diri manusia sering menyebabkan manusia tidak selalu berperilaku rasional dalam mengambil sebuah keputusan. Teori ini beranggapan bahwa ada *bias* yang melekat dan pengaruh faktor – faktor psikologis yang mempengaruhi pilihan seseorang pada kondisi ketidakpastian.

Pompian (2006) dalam Yohnson (2008) membagi *bias* menjadi 2 kategori. Pertama, *cognitive bias* contohnya *overconfidence bias*. Kedua, *emotional bias* contohnya *loss aversion bias*, *regret aversion bias* dan *status quo bias*. Dalam penelitian ini, peneliti hanya akan membahas tentang *regret aversion bias*. *Regret aversion bias* merupakan suatu penyesalan yang timbul akibat mengalami kerugian sehingga adanya keputusan untuk menghindari kesalahan yang sama (Yohnson, 2008). Hal ini disebabkan karena adanya rasa takut yang timbul sehingga menyebabkan investor terlalu konservatif. Menurut Pompian (2006) *regret aversion investor* menunjukkan tindakan menghindari konsekuensi yang sama secara tegas karena ada perasaan takut. Jenis *bias* ini berusaha mencegah rasa sakit dari penyesalan yang dihubungkan dengan kesalahan keputusan. Ketika seorang investor mengalami hasil investasi yang negatif, maka ada suatu dorongan atau naluri untuk konservatif dan mundur. *Regret aversion bias* menyebabkan investor menjadi terlalu konservatif, terlalu antipati terhadap pasar karena pasar terus turun, investor pada posisi rugi yang cukup lama, muncul herding behavior (sikap ikut-ikutan) pada investor, investor menyukai *good companies*, investor menunggu jual saham-saham yang sudah bagus (Pompian, 2006 dalam Yohnson, 2008). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Kinnerson dan Bailey (2005) dan Yohnson (2008), variabel *regret aversion bias* dibagi menjadi dua yaitu *experienced regret* dan *anticipated regret*. *Experienced regret* didasarkan pada penelitian Loomes dan Sudgen(1982). Sedangkan *anticipated regret* didasarkan pada penelitian Bell (1982). Pada penelitian sebelumnya, hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Kinnerson dan Bailey (2005), Loomies dan Sudgen (1982) adalah *experienced regret* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Yohnson (2008) bahwa *experienced regret* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Selain itu, hasil penelitian tentang *anticipated regret* yang dilakukan oleh Kinnerson dan Bailey (2005) dan Yohnson (2008) tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bell (1982) serta Wong dan Kwong (2007) bahwa *anticipated regret* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Secara keseluruhan, *regret aversion bias* mempengaruhi keputusan investasi. Namun, masing-masing

komponen dari *regret aversion bias (experienced regret/anticipated regret)* memiliki perbedaan pengaruh terhadap keputusan investasi.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Kinnerson dan Bailey (2005) mengenai pengambilan keputusan investasi (*investment decision making*) khususnya pada analisis portofolio, perlu juga dilihat faktor *risk tolerance* dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Droms (1987), Kinerson dan Bailey (2005) dan Yohnson (2008) ditemukan bahwa variabel *risk tolerance* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Dapat disimpulkan bahwa *risk tolerance* secara keseluruhan mempengaruhi keputusan investasi. Namun, masing-masing level dari *risk tolerance* (tinggi/rendah) memiliki perbedaan pengaruh terhadap keputusan investasi.

Penelitian ini merupakan replikasi dengan metode yang berbeda dari penelitian yang dilakukan oleh Kinerson dan Bailey (2005) dan Yohnson (2008) dikarenakan adanya ketidak konsistenan hasil dari penelitian-penelitian terdahulu. Dalam penelitian ini akan dilihat apakah ada perbedaan dari variabel *regret aversion bias (experienced regret/anticipated regret)* dalam mempengaruhi keputusan investasi. Jika investor dihadapkan dengan kondisi ketidakpastian, apakah ada perbedaan dari variabel *risk tolerance* (tinggi/rendah) dalam mempengaruhi keputusan investasi. Apabila *regret aversion bias* maupun *risk tolerance* berpengaruh terhadap keputusan investasi, diduga keputusan investasi yang akan diambil berbeda secara signifikan. Selain itu, juga akan dilihat apakah ada interaksi antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* dalam pengambilan keputusan investasi.

Berdasarkan permasalahan dari latar belakang di atas, maka dapat diuraikan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan keputusan investasi antara *experienced regret* dan *anticipated regret*?
2. Apakah terdapat perbedaan keputusan investasi antara *risk tolerance* tinggi dan *risk tolerance* rendah terhadap keputusan investasi?
3. Apakah ada interaksi antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* dalam mempengaruhi keputusan investasi?

Berdasarkan dari masalah penelitian di atas, maka tujuan penelitian adalah untuk mengetahui perbedaan keputusan investasi antara *experienced regret* dan *anticipated regret* maupun perbedaan keputusan investasi antara *risk tolerance* tinggi dan *risk tolerance* rendah. Selain itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui interaksi antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* dalam mempengaruhi keputusan investasi.

TELAAH TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Prospect Theory

Kahneman dan Tversky (2000) menjelaskan tentang *prospect theory* yang berkaitan dengan ide bahwa manusia tidak selalu berperilaku secara rasional. Keterlibatan emosi, kesukaan, sifat dan berbagai macam hal yang melekat di dalam diri manusia sering menyebabkan manusia tidak selalu berperilaku rasional dalam mengambil sebuah keputusan. Dalam penelitian Kahneman dan Tversky (1991) tentang *prospect theory* menunjukkan bahwa sikap tentang risiko menghadapi keuntungan (*gain*) berbeda dengan sikap tentang risiko menghadapi kerugian (*loss*). Tingkat kerugian yang dialami dipandang oleh kebanyakan orang lebih menonjol dibandingkan dengan tingkat keuntungan yang didapatkan dengan asumsi tingkat kerugian dan keuntungan

nilainya sama. Teori ini beranggapan bahwa ada *bias* yang melekat dan pengaruh faktor – faktor psikologis yang mempengaruhi pilihan seseorang pada kondisi ketidakpastian.

Regret Aversion Bias

Regret aversion bias adalah keputusan untuk bertindak menghindari kesalahan keputusan yang sama karena adanya rasa takut menghadapi kerugian yang sama di dalam diri seseorang (Yohnson, 2008). Para peneliti mengidentifikasikan *regret aversion bias* dalam dua komponen yaitu *experienced regret* dan *anticipated regret*. *Experienced regret* merupakan suatu penyesalan yang timbul dari kesalahan masa lalu (Kinerson dan Bailey, 2005). Sedangkan *anticipated regret* merupakan suatu penyesalan yang akan membuat seseorang menghindari konsekuensi yang timbul setelah orang tersebut mengambil keputusan yang salah (Bell, 1982).

Risk Tolerance

Risk tolerance atau toleransi risiko adalah tingkat kemampuan yang dapat diterima dalam mengambil suatu risiko investasi (<http://www.bankmandiri.co.id/indonesia/company-info>).

Keputusan Investasi

Pengambilan keputusan menurut Goetsch dan Davis (1997) sebagaimana yang dikutip oleh Supranto (2003) sebagai berikut: *decision making is the process of selecting one course of action from among two or more alternatives*. Untuk lebih jelasnya, pengambilan keputusan adalah memilih salah satu alternatif dari sekian banyak alternatif yang ada. Sedangkan investasi menurut Tandelilin (2001) adalah sejumlah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang.

Dari kedua definisi di atas, maka dapat disimpulkan bahwa keputusan investasi adalah hasil dari pemilihan sejumlah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang.

Pengembangan Hipotesis

***Regret Aversion Bias* dalam keputusan investasi**

Experienced regret merupakan penyesalan yang ditimbulkan akibat kesalahan di masa lalu akan mempengaruhi keputusan di masa yang akan datang. Seorang investor yang mengalami kerugian di masa lalu akan menimbulkan sikap konservatif sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi yang akan datang. Sehingga dalam mengambil suatu keputusan investasi, para investor seringkali berperilaku tidak rasional. Akan tetapi ada juga investor yang tidak terpengaruh oleh *experienced regret* dalam pengambilan keputusan investasinya. Semakin besar kerugian yang dialami, maka semakin besar pula tingkat keberanian dalam mengambil risiko lebih besar.

Anticipated regret timbul apabila rencana investasi yang dilakukan tidak sesuai dengan yang diharapkan. Dalam penelitian yang dilakukan Bell (1982) bahwa responden dihadapkan pada rencana investasi yang hasil pilihan investasinya tidak lebih baik dari hasil rencana investasi yang lain. Sehingga akan menimbulkan penyesalan yang akan membuat seorang investor menghindari konsekuensi yang timbul setelah mengambil keputusan investasi yang

salah. Tindakan untuk menghindari konsekuensi tersebut disebut *Anticipated regret*. Ketidakpastian akan investasi di masa depan memaksa para investor untuk melakukan analisis untuk investasi yang akan dipilih dengan lebih cermat agar tidak terjadi kerugian di masa yang akan datang.

Penelitian terdahulu tentang *experienced regret* yang dilakukan oleh Kinnerson dan Bailey (2005), Loomies dan Sudgen (1982) bahwa hasilnya adalah *experienced regret* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Selain itu, penelitian terdahulu tentang *anticipated regret* yang dilakukan oleh Bell (1982) serta Wong dan Kwong (2007) bahwa *anticipated regret* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Dengan demikian diduga keputusan investasi yang akan diambil oleh responden baik dari kelompok *experienced regret* maupun *anticipated regret* akan berbeda secara signifikan jika kedua regret tersebut berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1 : Terdapat perbedaan keputusan investasi antara *experienced regret* dan *anticipated regret*.

Risk tolerance dalam keputusan investasi

Risk tolerance merupakan salah satu prediktor lain dalam menentukan keputusan investasi. Perbedaan tingkat toleransi risiko para investor dapat mempengaruhi keputusan investasi. Ada investor yang berani mengambil risiko dengan memberikan toleransi kerugian sangat besar bahkan mempertaruhkan semua kekayaan untuk mendapatkan hasil yang besar pula, dan ada juga yang lebih konservatif dengan memberikan toleransi risiko yang sangat kecil untuk mendapatkan hasil yang relatif kecil juga. Menurut Al-Ajmi (2008), terdapat perbedaan *risk tolerance* yang diberikan oleh investor terhadap keputusan investasinya yang disebabkan oleh beberapa faktor usia, jenis kelamin, pendapatan dan kekayaan, pengalaman dan pendapatan atas investasi.

Risk tolerance yang dimiliki oleh investor yang berinvestasi di saham berbeda dengan investor yang berinvestasi di deposito karena saham merupakan instrumen investasi yang memiliki karakteristik *high risk high return*. Untuk lebih jelasnya, investasi di saham memiliki risiko yang tinggi namun keuntungan yang diterima juga tinggi. Sedangkan deposito merupakan instrumen investasi yang memiliki karakteristik risiko yang rendah dan keuntungan yang diterima juga rendah dan cenderung tetap.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Doms (1987), Kinnerson dan Bailey (2005) dan Johnson (2008) ditemukan bahwa variabel *risk tolerance* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa investor yang memiliki *risk tolerance* tinggi cenderung akan memilih investasi saham. Sedangkan investor yang memiliki *risk tolerance* rendah cenderung akan memilih investasi pada deposito.

Dengan demikian diduga keputusan investasi yang akan diambil oleh responden yang memiliki *risk tolerance* tinggi maupun rendah akan berbeda secara signifikan jika kedua tingkat toleransi risiko tersebut berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2 : Terdapat perbedaan keputusan investasi antara *risk tolerance* tinggi dan *risk tolerance* rendah.

Interaksi antara Regret Aversion Bias dan Risk Tolerance

Kelompok investor yang mengalami *experienced regret* pada investasi di saham akan cenderung memberikan tingkat *risk tolerance* yang tinggi sebagai akibat dari penyesalan yang timbul atas kerugian di masa lalu. Akan tetapi, investor tersebut memiliki pengalaman dan pengetahuan tentang berinvestasi di saham. Sedangkan kelompok investor yang mengalami *anticipated regret* pada investasi di saham akan cenderung memberikan tingkat *risk tolerance* yang rendah sebagai akibat dari penyesalan yang timbul atas kerugian di masa lalu karena investor tersebut belum memiliki pengalaman dan pengetahuan yang lebih tentang berinvestasi di saham. Dengan demikian, ketika seorang investor mengambil keputusan investasi, maka antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* dapat saling berinteraksi.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3: Terdapat interaksi antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah mahasiswa Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana. Penelitian dilakukan dengan meneliti sebagian dari elemen-elemen populasi atau disebut dengan penelitian sampel (Priadana, 2009: 103). Penelitian ini menggunakan teknik sampling *judgement sampling* yang sebagai bagian dari *purposive sampling*. *Judgement* atau *purposive* yakni penarikan sampel yang dilakukan karena tujuan penelitian hanya dimaksudkan untuk mengungkap variabel sebatas dalam sampel itu saja (Priadana, 2009: 167). Responden yang dipilih adalah yang memiliki karakteristik khusus dan dalam posisi dapat memberikan informasi yang dikehendaki (Fatmawati, 2011). Sampel ditentukan secara tidak acak dengan didasarkan pada kriteria tertentu meliputi 70 mahasiswa Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana yang telah lulus mata kuliah Manajemen Keuangan.

Pengukuran Variabel

Variabel independen dari penelitian ini adalah *regret aversion bias* yang diidentifikasi menjadi dua bagian yaitu: *experienced regret* dengan investasi di saham dan *anticipated regret* dengan rencana investasi di saham. Selain itu, variabel independen dari penelitian ini juga menggunakan faktor *risk tolerance* yang dibagi menjadi dua bagian yaitu rendah atau tinggi. Sedangkan variabel dependen adalah keputusan investasi antara keputusan investasi di saham atau keputusan investasi di deposito. Penelitian ini menggunakan skenario yang dimanipulasi. Skenario tersebut dibuat dimana dari *regret aversion bias* memiliki 2 perlakuan penyesalan yang dimanipulasi.

1. *Experienced regret*

Responden akan dihadapkan pada skenario investasi saham pada masa lalu (dua tahun yang lalu). Saat ini, ternyata nilai dari investasi saham tersebut turun dan nilainya lebih rendah daripada jika menempatkan investasi pada deposito.

2. *Anticipated regret*

Responden akan dihadapkan pada skenario investasi saham pada saat ini. Dua tahun kemudian, ternyata rencana investasi saham nilainya mengalami penurunan dan nilainya lebih rendah daripada jika menempatkan investasi pada deposito.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dilakukan adalah dengan metode eksperimental dengan menggunakan skenario yang dimanipulasi.

Desain Penelitian

Desain penelitian adalah 2 x 2 (*between subject*) dengan variabel pertama adalah *regret aversion bias* (*experienced regret vs anticipated regret*), variabel kedua adalah *risk tolerance* (tinggi vs rendah). Dalam penelitian ini pembagian kelompok dilakukan berdasarkan atas kedua variabel tersebut. Faktor *Regret Aversion Bias* yang dibagi menjadi dua yaitu *experienced regret* dan *anticipated regret* akan membentuk dua sel. Dari dua sel tersebut, setiap sel akan dibagi menjadi dua sel berdasarkan faktor *risk tolerance* sehingga terbentuk empat sel. Berikut pembagian dari empat sel tersebut dapat dilihat dari tabel 1.

Tabel 1 Desain Eksperimen

Faktor/Level		<i>Risk Tolerance</i>	
		Tinggi	Rendah
<i>Regret Aversion Bias</i>	<i>Experienced Regret</i>	I	III
	<i>Anticipated Regret</i>	II	IV

Teknik Analisis Data

Pengujian hipotesis dengan menggunakan uji proporsi yang disebut Chi-Square. Chi-Square untuk melihat ketergantungan antara variabel independen (*regret aversion bias* dan *risk tolerance*) dengan variabel dependen (keputusan investasi). Selain itu, dalam penelitian ini juga akan melihat hubungan antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* dalam keputusan investasi. Data olahan menggunakan *dummy variable* sebagai berikut: *Regret Aversion Bias* (*experience regret*=1, *anticipated regret*=2), *Risk tolerance* (tinggi=1, rendah=2), *Keputusan investasi* (saham=1, deposito=2)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Statistik

Tabel berikut ini memperlihatkan karakteristik dari responden yang dilihat dari faktor usia, jenis kelamin dan angkatan yang termasuk di dalam *regret aversion bias* (*experienced regret* dan *anticipated regret*) dan *risk tolerance* (tinggi dan rendah).

Tabel 2 Karakteristik Responden Berdasarkan Usia

Usia	Jumlah	Persentase
18-20 th	22	31.43%
21-22 th	41	58.57%
23-24 th	7	10.00%
Total	70	100.00%

Sumber: Data olahan tahun 2013

Dari tabel karakteristik responden dari faktor usia di atas, responden didominasi oleh kelompok responden dengan usia 21-22 tahun dengan persentase 58,57%. Sedangkan responden dengan usia 18-20 tahun memiliki persentase 31,43% dan responden dengan usia 23-24 tahun memiliki persentase terkecil yaitu 10%. Semakin bertambah usia seorang investor, maka *risk tolerance* untuk keputusan investasinya akan semakin rendah. Akan tetapi, karakteristik menurut usia ini tidak bisa dijadikan sebagai faktor yang menunjukkan perbedaan sikap terhadap toleransi risiko. Hal ini diduga karena usia antar responden tidak terpaut terlalu jauh.

Selain dilihat dari faktor usia, responden juga dikelompokkan sesuai dengan jenis kelamin. Hasil pengelompokkan tersebut dapat dilihat dari tabel 3.

Tabel 3 Karakteristik Responden Berdasarkan Jenis Kelamin dan Tingkat *Risk Tolerance*

Jenis Kelamin	Jumlah	Persentase	Skor Risk Tolerance
laki-laki	31	44.29%	4.17
Perempuan	39	55.71%	3.6
Total	70	100.00%	

Sumber: Data olahan tahun 2013

Dari tabel tersebut, responden perempuan lebih banyak dari laki-laki dengan persentase 55,71% dan dengan skor *risk tolerance* sebesar 3,6. Sedangkan responden laki-laki memiliki persentase 44,29% dengan skor *risk tolerance* sebesar 4,17. Faktor jenis kelamin bisa dijadikan suatu tolok ukur untuk menunjukkan perbedaan sikap terhadap toleransi risiko. Hasil dari penelitian terdahulu umumnya menyimpulkan bahwa laki-laki lebih menyukai aset berisiko daripada perempuan (Hallahan et al, 2004: 67) dan (Al-Ajmi, 2008: 21-22). Selain itu, dalam penelitian yang dilakukan oleh Strydom et al. (2009:15) menggunakan sampel dimana pria dan wanita dengan tingkat pendidikan yang sama, menunjukkan bukti bahwa laki-laki memiliki tingkat toleransi risiko yang lebih tinggi daripada perempuan.

Selain karakteristik responden, dilakukan pengukuran skor untuk mengukur seberapa tingkat *regret aversion bias*, *risk tolerance* dan *confidence* dari masing-masing kelompok responden. Untuk pengukuran skor dari *regret aversion bias* maupun *risk tolerance* diukur dengan skala antara 1 sampai 7. Hasil pengukuran skor adalah sebagai berikut:

Tabel 4 Pengukuran Skor *Regret Aversion Bias* dan *Risk Tolerance*

<i>Regret Aversion Bias</i>	<i>Regret</i>	<i>Risk Tolerance</i>
<i>Experienced Regret</i>	3.46	4.3
<i>Anticipated Regret</i>	4.51	3.4

Sumber: Data olahan tahun 2013

Dari pengukuran tersebut, ditemukan beberapa perbedaan pada elemen dari *regret aversion bias* maupun *risk tolerance*. Pada pengukuran skor *regret*, *experienced regret* dan *anticipated regret* memiliki skor masing-masing 3,46 dan 4,51. Sedangkan pada skor *risk tolerance*, *experienced regret* dan *anticipated regret* memiliki skor masing-masing 4,3 dan 3,4. Ini berarti untuk skor *regret*, kelompok *anticipated regret* memiliki penyesalan lebih tinggi daripada kelompok *experienced regret*. Sedangkan untuk skor *risk tolerance*, kelompok *experienced regret* memiliki toleransi risiko lebih tinggi daripada kelompok *anticipated regret*. Fenomena ini diduga karena adanya ketakutan terhadap risiko yang akan berdampak pada tingkat

penyesalan yang ditimbulkan dari kerugian yang dialami. Kelompok responden pada *experienced regret* cenderung memiliki tingkat penyesalan yang lebih rendah karena memiliki *risk tolerance* yang tinggi. Sedangkan responden pada *anticipated regret* cenderung memiliki tingkat penyesalan yang lebih tinggi karena memiliki *risk tolerance* rendah. Seorang investor yang memiliki pengalaman dan pengetahuan akan investasi pada saham cenderung akan memiliki tingkat toleransi risiko yang lebih tinggi untuk keputusan investasinya. Apabila seorang investor memiliki penyesalan yang tinggi dan memiliki *risk tolerance* rendah maka akan cenderung konservatif (hati-hati) dalam memilih keputusan investasi. Para investor tersebut akan memilih beralih investasi ke deposito karena dirasa lebih aman daripada investasi di saham.

Tabel berikut (tabel 5) adalah tampilan persentase dari kelompok responden yang memiliki *risk tolerance* tinggi maupun rendah dan yang memilih keputusan investasi pada saham maupun deposito.

Tabel 5 Persentase Jumlah Responden Dalam Hal *Regret Aversion Bias*, *Risk Tolerance* dan Keputusan Investasi

<i>Regret Aversion Bias</i>	<i>Risk Tolerance</i>		Keputusan Investasi	
	Tinggi	Rendah	Saham	Deposito
<i>Experienced Regret</i> (saham)	51.43%	48.57%	48.57%	51.43%
<i>Anticipated Regret</i> (saham)	31.43%	68.57%	28.57%	71.43%
Total	41.43%	58.57%	38.57%	61.43%

Sumber: Data olahan tahun 2013

Dari tabel di atas menunjukkan persentase dari jumlah responden dari masing-masing kelompok *regret aversion bias* (*experienced regret* maupun *anticipated regret*) yang memiliki *risk tolerance* tinggi maupun rendah. Dari hasil tersebut, persentase *risk tolerance* tinggi dari *experienced regret* maupun *anticipated regret* adalah 51,43% dan 31,43%. Sedangkan persentase *risk tolerance* rendah dari *experienced regret* maupun *anticipated regret* adalah 48,57% dan 68,57%. Dari total keseluruhan responden, persentase *risk tolerance* tinggi maupun rendah adalah 41,43% dan 58,57%. Kelompok responden *experienced regret* yang memiliki *risk tolerance* tinggi memiliki persentase yang lebih tinggi daripada *anticipated regret*. Sedangkan *anticipated regret* yang memiliki *risk tolerance* rendah memiliki persentase lebih tinggi daripada *experienced regret*. Hal ini diduga karena adanya pengalaman dan pengetahuan akan investasi. Seorang investor yang memiliki pengalaman dan pengetahuan tentang investasi akan memberikan *risk tolerance* yang tinggi untuk keputusan investasinya. Sedangkan investor yang tidak memiliki pengalaman dan pengetahuan tentang investasi akan cenderung memberikan *risk tolerance* yang rendah untuk keputusan investasinya. Secara keseluruhan, responden lebih banyak memiliki *risk tolerance* yang rendah daripada *risk tolerance* tinggi dengan persentase 58,57% untuk *risk tolerance* rendah dan 41,43% untuk *risk tolerance* tinggi. Hal ini diduga dipengaruhi oleh jumlah responden yang kebanyakan adalah perempuan yang mana perempuan lebih memiliki tingkat toleransi risiko yang rendah daripada laki-laki.

Selain itu, tabel tersebut juga menunjukkan persentase dari jumlah responden yang memilih investasi pada saham maupun deposito dari masing-masing kelompok *regret aversion bias* (*experienced regret* maupun *anticipated regret*). Dari hasil tersebut, untuk kelompok *experienced regret* yang tetap memilih dan melanjutkan investasi di saham memiliki persentase 48,57% dan yang beralih investasi ke deposito memiliki persentase 51,43%. Sedangkan untuk kelompok *anticipated regret* yang tetap memilih dan melanjutkan investasi di saham memiliki

persentase 28,57% dan yang beralih investasi ke deposito memiliki persentase 71,43%. Secara keseluruhan, responden yang tetap memilih instrumen investasi saham memiliki persentase 38,57%, lebih kecil daripada yang memilih deposito dengan persentase 61,43%. Hal ini diduga jumlah responden perempuan lebih banyak dibandingkan responden laki-laki yang mana laki-laki cenderung lebih menyukai instrumen investasi berisiko tinggi seperti saham.

Hal ini disebabkan karena responden yang memiliki *risk tolerance* tinggi akan cenderung memilih berinvestasi di saham. Sedangkan responden yang memiliki *risk tolerance* rendah akan cenderung beralih memilih investasi pada deposito. Penyesalan yang timbul akibat mengalami kerugian dan kurangnya pengalaman dalam investasi di saham diduga juga menjadi salah satu faktor responden pada kelompok *anticipated regret* yang memiliki *risk tolerance* rendah memilih beralih memilih investasi pada deposito. Adanya sikap konservatif (hati-hati) dalam memilih investasi karena penyesalan yang timbul akibat kerugian investasi di masa lalu. Sehingga responden beranggapan bahwa memilih investasi deposito akan lebih aman karena risiko yang ditimbulkan akan lebih kecil.

Pengujian Hipotesis

Dari hasil *Chi-Square Tests* dapat dilihat apakah terdapat perbedaan proporsi secara statistik dari kedua variabel independen yaitu *regret aversion bias* (*experienced regret* dan *anticipated regret*) dan *risk tolerance* (tinggi dan rendah) terhadap keputusan investasi (saham dan deposito). Hasil tes sebagai berikut:

Tabel 6 Chi-Square Tests

Variabel	Asymp. Sig.
RAB*keputusan	0.086
RT*keputusan	0.000*
RAB*RT	0.117

Sumber : Hasil pengolahan SPSS

Keterangan:

RAB : *Regret Aversion Bias* (*experienced regret* dan *anticipated regret*)

RT : *Risk Tolerance* (tinggi dan rendah)

Keputusan : Keputusan investasi (saham dan deposito)

Tingkat signifikansi 5%

Berdasarkan tabel di atas, *regret aversion bias* ternyata tidak menjadi pengaruh utama dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi 0,086 (tidak signifikan karena nilainya $>0,05$). Sehingga H1 ditolak yang berarti proporsi dari keputusan investasi antara *experienced regret* maupun *anticipated regret* tidak berbeda secara statistik.

Risk tolerance menjadi pengaruh utama dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi 0,000 (signifikan karena nilainya $<0,05$). Ini berarti H2 diterima atau terdapat perbedaan proporsi dari keputusan investasi antara *risk tolerance* tinggi maupun rendah secara statistik.

Tidak terdapat interaksi antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* dalam mempengaruhi keputusan investasi. Hal ini dapat dilihat tingkat signifikansi 0,117 (tidak signifikan karena nilainya $>0,05$) sehingga H3 ditolak.

PEMBAHASAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *risk tolerance* menjadi pengaruh utama dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini dibuktikan dengan adanya atau terdapat perbedaan proporsi dari keputusan investasi antara *risk tolerance* tinggi maupun rendah secara statistik. Sedangkan *regret aversion bias* tidak menjadi pengaruh utama dalam pengambilan keputusan investasi. Selain itu, tidak terdapat interaksi antara keduanya dalam mempengaruhi keputusan investasi.

Regret aversion bias tidak menjadi pengaruh utama dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini dikarenakan tidak terdapat perbedaan keputusan investasi oleh responden baik dari kelompok *experienced regret* maupun *anticipated regret*. Hal ini senada dengan hasil penelitian Yohnson (2008). Menurut Yohnson (2008) ada 4 faktor (diambil dari 10 karakteristik unik konsumen Indonesia dari Handi Irawan) yang mempengaruhi *regret aversion bias* bukan merupakan pengaruh utama antara lain:

1. Konsumen Indonesia memiliki memori jangka pendek berarti diduga investor Indonesia ingin menghasilkan return tinggi jangka pendek sehingga *regret* diabaikan.
2. Konsumen Indonesia suka kumpul bersama koleganya berarti keputusan investasi juga dipengaruhi oleh koleganya yang sangat yakin dengan pendapatnya sehingga *regret* bisa diabaikan.
3. Konsumen Indonesia sangat religius, berarti dalam investasi penuh pengharapan baru sehingga *regret* diabaikan (mahasiswa yang menjadi responden berasal dari universitas yang menekankan pendidikan dengan nilai-nilai kebenaran).
4. Konsumen Indonesia suka pamer dan gengsi, berarti berdampak pada perilaku investasi yang hanya berdasarkan gengsi sehingga *regret* bisa diabaikan.

Risk Tolerance menjadi pengaruh utama dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Droms (1987), Kinerson dan Bailey (2005) dan Yohnson (2008). Kecenderungan responden yang memiliki *risk tolerance* tinggi akan memilih investasi yang berisiko tinggi seperti saham. Mereka beranggapan bahwa faktor *gain* menjadi salah satu motivasi mereka untuk memilih investasi di saham. Sedangkan responden yang memiliki *risk tolerance* rendah akan cenderung memilih investasi yang sifatnya berisiko rendah seperti deposito. Faktor rasa aman menjadi salah satu alasan mereka untuk memilih investasi di deposito walaupun keuntungan yang didapat tidak terlalu besar.

Tidak terjadi interaksi antara *regret aversion bias* dan *risk tolerance* karena antara *experienced regret* dan *anticipated regret* tidak memiliki perbedaan proporsi keputusan investasi secara statistik sehingga tidak bisa berinteraksi dengan *risk tolerance* memiliki perbedaan proporsi keputusan investasi secara statistik.

KESIMPULAN

Kesimpulan

Dari hasil penelitian di atas, kesimpulan yang dapat diambil adalah sebagai berikut: *Regret aversion bias* bukan menjadi pengaruh utama dalam mempengaruhi keputusan investasi karena tidak terdapat perbedaan proporsi secara statistik antara *experienced regret* dan

anticipated regret. Sedangkan *risk tolerance* menjadi pengaruh utama dalam mempengaruhi keputusan investasi.

Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan-keterbatasan yang tidak dapat dihindari oleh peneliti. Keterbatasan penelitian tersebut antara lain:

1. Eksperimen tersebut tidak menggunakan alat, hanya menggunakan skenario yang dimanipulasi berupa kuisisioner yang didalamnya terdapat informasi-informasi yang mengarahkan responden untuk masuk ke dalam situasi pada skenario tersebut. Peneliti menganggap bahwa penyesalan yang ditimbulkan dari skenario tersebut kurang berdampak lebih bagi responden karena responden hanya membaca informasi-informasi pada skenario yang dimanipulasi tersebut tanpa pernah melakukan investasi secara langsung.
2. *Experienced regret* dan *anticipated regret* bisa saja dialami oleh satu investor. Pada saat investor baru memulai melakukan rencana investasinya, dan ternyata pilihan investasinya tersebut memiliki hasil yang negatif maka bisa saja akan timbul *anticipated regret*. Apabila investor tersebut tetap melakukan investasi selama bertahun-tahun, dan ternyata hasilnya investasinya negatif maka bisa saja investor tersebut akan mengalami *experienced regret*. Pada skenario dalam penelitian ini, satu responden hanya mengalami satu *regret*, baik *experienced regret* saja maupun *anticipated regret* saja.
3. Dalam penelitian ini, responden yang digunakan adalah mahasiswa. Walaupun di dalam penelitian terdahulu, penggunaan responden mahasiswa dibenarkan akan tetapi mahasiswa tersebut belum pernah melakukan investasi secara langsung.

Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang telah diuraikan di atas, maka penelitian mendatang diharapkan untuk

1. Menggunakan simulasi *virtual stock exchange game* agar penyesalan yang timbul bisa berdampak lebih kepada keputusan investasinya. Selain itu, *virtual stock exchange game* juga dapat memberikan gambaran secara riil bagaimana berinvestasi di saham. Dengan simulasi ini, responden bisa melakukan transaksi jual-beli saham secara *virtual*. Apabila responden mengalami kerugian dalam berinvestasi di saham tersebut, maka penyesalan yang diduga akan lebih berpengaruh terhadap keputusan investasi yang akan di ambil di masa yang akan datang. Apabila responden mengalami keuntungan, apakah akan timbul tingkat kepercayaan diri yang berlebihan (*over confidence*) sehingga akan mempengaruhi keputusan investasi di masa yang akan datang? Sehingga perlu ditambahkan variabel *over confidence* untuk penelitian mendatang apabila menggunakan simulasi *virtual stock exchange game*.
2. Menggunakan skenario yang melibatkan *experienced regret* dan *anticipated regret* secara bersama-sama dalam satu responden.
3. Menggunakan responden investor asli karena responden tersebut sudah pernah melakukan investasi secara langsung sehingga kemungkinan hasilnya akan berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Ajmi, J. Y. 2008. "Risk Tolerance of Individual Investors in an Emerging Market". *International Research Journal of Finance and Economics*. Vol. 17, 15-26.
- Bailey, Jeffrey J & Chris Kinerson. 2005. "Regret Avoidance and Risk Tolerance". *Association for Financial Counseling and Planning Education*. Vol. 16 (1): 23-28.
- Bell, David.E. 1982. "Regret in Decision Making under uncertainty", *Operations Research*, vol 30, pp. 961-981.
- Droms, W G. 1987. "Investment asset allocation for PFP clients". *Journal of Accountancy*. Vol 163: 114-118.
- Fatmawati, Laras Indah. 2011. *Pengaruh Komposisi Tim Audit dan Komunikasi Antara Anggota Tim Audit Terhadap Kualitas Audit*. Skripsi S1 Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana (tidak dipublikasikan).
- Hallahan, T. A., Faff, R. W. and McKenzie, M. D. 2004. "An empirical investigation of personal financial risk tolerance", *Financial Services Review*. Vol. 13, 57-78.
- Kahneman, D., and Theversky, A. 2000. *Choices, Values and Frames*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lintner, G. 1998. *Behavioral Finance: Why Investors Make Bad Decisions*. *The Planner* 13 (1): 7 – 8.
- Loomes, Graham & Robert Sugden, 1982. "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Undercertainty", *The Economic Journal*, vol. 92, pp. 805-824.
- Pompian, Michael, M. 2006. "Behavioral Finance and Wealth Management", *New York: John Wiley & Sons, Inc.*
- Priadana, H. Moh. Sidik dan Saludin Muis. 2009. *Metodologi Penelitian Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Shefrin, Hersh. 2005. "A Behavioral Approach for Asset Pricing", *Elsevier Academic Press*.
- Supranto, J. 2003. "Pengambilan Keputusan dan Pemecahan Masalah di Dalam Manajemen Mutu Terpadu". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 3, No. 1, 1 Februari: 45-56.
- Strydom, B., Christison, A. and Gokul, A. 2009. "Financial Risk Tolerance: A South African Perspective", *School of Economics & Finance*, University of KwaZulu-Natal. Working Paper No. 01-2009.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.

Tversky, Amos and Daniel Kahneman. 1991. "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model," *Quarterly Journal of Economics* 107(4), 1039-1061.

Wong, Kin Fai Ellick & Jessica Y.Y Kwong. 2007. "The Role of Anticipated Regret in Escalation of Commitment". *Journal of Applied Psychology*. Vol 92 (2): 545-554.

Yohnson. 2008. "Regret Aversion dan Risk Tolerance Investor Muda Jakarta dan Surabaya". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 10, No. 2, September 2008: 163-168.

<http://www.warsidi.com/2009/11/risiko-spekulatif-speculative-risk.html> diunduh tanggal 22 Oktober 2012

http://www.bankmandiri.co.id/indonesia/company-info/consumer-banking/kata_kuci_reksadana/risk_tolerance.htm diunduh tanggal 22 oktober 2012