

MODEL-MODEL KEPUTUSAN INVESTASI DAN FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHINYA

Muhammad Afani Adam^{1*}, Rian Sigit Gesang¹

¹STAI Ma'arif Kalirejo

* afanieeadam@gmail.com

ABSTRACT

This systematic review analyzes investment decision models and their influencing factors through a comprehensive examination of 87 academic articles published between 2010-2025. Adopting the PRISMA protocol, this study identifies three primary typologies of investment decision models: (1) normative/rational models assuming perfect rationality (NPV, IRR, CAPM), (2) prescriptive/flexible models accommodating uncertainty (Real Options Analysis, stochastic programming), and (3) descriptive/behavioral models acknowledging cognitive biases (Prospect Theory, Behavioral Portfolio Theory). Findings reveal that while normative models remain dominant with an 89% adoption rate among multinational corporations, Real Options Analysis is gaining traction with valuation premiums of 15-30% for high-tech projects, whereas behavioral models demonstrate superior explanatory power ($R^2 = 0.68$) in emerging markets. The synthesis of determinant factors discloses that investment decisions constitute a resultant of complex interactions among macroeconomic factors (interest rates, inflation, GDP), institutional factors (investor protection, good corporate governance), firm-internal factors (capital structure, liquidity), and psychological factors (overconfidence, loss aversion, herd behavior) affecting 65-78% of individual investors. This review identifies significant research gaps in AI and big data analytics integration, cross-cultural comparative studies, and ESG factor incorporation into investment decision frameworks, establishing priority agendas for future investigation.

Keywords: Investment Decision Models, Behavioral Finance, Real Options Analysis, Cognitive Biases, Macroeconomic Factors

ABSTRAK

Kajian sistematis ini menganalisis model-model keputusan investasi dan faktor-faktor yang memengaruhinya melalui tinjauan komprehensif terhadap 87 artikel akademis yang dipublikasikan antara 2010-2025. Mengadopsi protokol PRISMA, penelitian ini mengidentifikasi tiga tipologi utama model keputusan investasi: (1) model normatif/rasional yang berasumsi rasionalitas sempurna (NPV, IRR, CAPM), (2) model preskriptif/fleksibel yang mengakomodasi ketidakpastian (Real Options Analysis, pemrograman stokastik), dan (3) model deskriptif/perilaku yang mengakui bias kognitif (Prospect Theory, Behavioral Portfolio Theory). Hasil kajian menunjukkan bahwa meskipun model normatif tetap dominan dengan tingkat adopsi 89% di perusahaan multinasional, Real Options Analysis semakin mendapat perhatian dengan premium valuasi 15-30% untuk proyek berteknologi tinggi, sementara model behavioral memiliki explanatory power superior ($R^2 = 0.68$) di emerging markets. Sintesis faktor-faktor determinan mengungkapkan bahwa keputusan investasi merupakan resultant dari interaksi kompleks antara faktor ekonomi makro (suku bunga, inflasi, GDP), faktor

kelembagaan (proteksi investor, good corporate governance), faktor internal perusahaan (struktur modal, likuiditas), dan faktor psikologis (overconfidence, loss aversion, herd behavior) yang mempengaruhi 65-78% investor individual. Kajian ini mengidentifikasi kesenjangan penelitian signifikan dalam area integrasi AI dan big data analytics, cross-cultural comparative studies, serta incorporating ESG factors ke dalam framework keputusan investasi, yang menjadi agenda prioritas untuk investigasi mendatang.

Kata Kunci: Model Keputusan Investasi, Keuangan Perilaku, Real Options Analysis, Bias Kognitif, Faktor Makroekonomi

A. PENDAHULUAN

Keputusan investasi merupakan isu fundamental dalam manajemen keuangan modern, memegang peranan sentral dalam alokasi sumber daya ekonomi global dan menjadi penentu utama pertumbuhan nilai entitas. Keputusan investasi yang optimal berpotensi meningkatkan nilai perusahaan secara signifikan, sementara kekeliruan dapat menyebabkan penurunan nilai yang substansial (Baker & Wurgler, 2013). Dalam konteks pasar modal yang dinamis, seperti Bursa Efek Indonesia dengan kapitalisasi yang terus meningkat (Indonesia Stock Exchange, 2024), pemahaman mendalam mengenai model keputusan investasi menjadi krusial, baik bagi investor institusional maupun ritel.

Kompleksitas lingkungan investasi kontemporer menuntut pendekatan sistematis. Meskipun model keuangan klasik yang berasumsi rasionalitas (seperti Markowitz, 1952; Sharpe, 1964) telah memberikan fondasi, riset menunjukkan bahwa kualitas keputusan investasi yang didasarkan pada model yang tepat dapat menjelaskan hingga 43% variasi *return* investasi (Fama & French, 2015). Namun, pandangan ini direvolusi oleh Keuangan Perilaku, yang menunjukkan bahwa investor seringkali tidak rasional, dipengaruhi oleh bias kognitif dan emosional yang sistematis, sebagaimana diuraikan dalam *Prospect Theory* (Kahneman & Tversky, 1979). Studi meta-analisis mengidentifikasi lebih dari 50 bias perilaku yang memengaruhi keputusan investasi, menciptakan jurang pemisah antara model normatif dan realitas empiris (Hirshleifer, 2015). Selain itu, kemunculan *algorithmic trading* dan *robo-advisors* di era digital semakin menambah dimensi baru dalam pemodelan keputusan investasi, sehingga kajian komprehensif menjadi sangat mendesak.

Meskipun teori investasi telah berkembang pesat, literatur masih terfragmentasi dan belum menyajikan sintesis sistematis yang mengintegrasikan secara koheren model keuangan klasik yang normatif (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964) dengan temuan Keuangan Perilaku yang deskriptif (Shefrin & Statman, 2000; Thaler, 2015). Kecenderungan fragmentasi antara pendekatan normatif-matematis dan deskriptif-perilaku ini (Barber & Odean, 2013), ditambah dengan tantangan generalisasi model akibat perbedaan konteks institusional dan regulasi antar negara (La Porta et al., 2000), menunjukkan adanya kebutuhan mendesak untuk mengkonsolidasikan temuan-temuan empiris. Berangkat dari kesenjangan ini, kajian sistematis ini bertujuan menjawab dua pertanyaan sentral: (1) Bagaimana model keputusan investasi diklasifikasikan dalam literatur akademis, dan (2) faktor-faktor kunci apa saja yang diidentifikasi yang memengaruhi pilihan atau kinerja model tersebut?

Untuk mencapai pemetaan komprehensif tersebut, kajian ini memiliki tiga tujuan spesifik: pertama, mengidentifikasi dan mengklasifikasikan model-model keputusan investasi utama dalam literatur; kedua, menganalisis faktor-faktor ekonomi, kelembagaan, dan psikologis (*behavioral*) yang

paling sering diidentifikasi sebagai penentu keputusan investasi; dan ketiga, mensintesis temuan mengenai hubungan antara tipologi model keputusan (rasional vs. non-rasional) dan konteks implementasinya.

Kajian sistematis ini diharapkan memberikan kontribusi ganda. Dari sisi praktis, penelitian ini berfungsi sebagai panduan navigasi yang sangat dibutuhkan bagi *Chief Financial Officer* (CFO) dan investor, membantu mereka mengelola kompleksitas asumsi model (Graham & Harvey, 2001; Tandelilin, 2017) serta mendukung regulator dalam merancang kebijakan proteksi investor yang lebih efektif. Dari sisi akademis, kajian ini menyediakan kerangka *foundation* multi-disipliner, menjembatani *gap* antara teori dan praktik dengan mengintegrasikan literatur dari berbagai ilmu pengetahuan, sekaligus menawarkan arah riset lanjutan di tengah ketidakpastian global yang menuntut adaptasi berkelanjutan dalam model pengambilan keputusan.

B. METODE

Kajian ini mengadopsi pendekatan Kajian Sistematis Literatur (*Systematic Literature Review/SLR*) yang ketat, sejalan dengan rekomendasi untuk mensintesis pengetahuan di bidang manajemen dan keuangan (Snyder, 2019; Tranfield et al., 2003). Metodologi ini dipilih untuk menjamin transparansi, replikabilitas, dan minimalisasi bias, di mana keseluruhan proses akan dilaporkan mengikuti panduan PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*) (Moher et al., 2009; Page et al., 2021).

Proses pengumpulan data dilakukan secara komprehensif pada empat basis data akademis utama: Scopus, Web of Science, Google Scholar, dan EBSCOhost. Pencarian menggunakan strategi Boolean yang mengombinasikan kata kunci (Investment Decision Model OR Investment Appraisal OR Capital Budgeting) AND (Factors Affecting OR Determinants OR Influencing Factors) AND (Behavioral Finance OR Real Options OR Heuristics). Untuk memastikan kebaruan dan relevansi temuan empiris, rentang waktu publikasi dibatasi pada periode 2010–2025. Kriteria inklusi utama mencakup artikel jurnal *peer-review* berbahasa Inggris atau Indonesia yang secara eksplisit membahas pengembangan atau aplikasi model keputusan investasi, serta identifikasi faktor-faktor yang memengaruhinya.

Proses seleksi studi mengikuti tahapan PRISMA, yaitu: (1) identifikasi dan penghapusan duplikasi artikel, (2) penyaringan berdasarkan judul dan abstrak, (3) evaluasi kelayakan melalui pembacaan teks lengkap (*full-text*), dan (4) inklusi final artikel yang telah lolos penilaian kualitas metodologis. Ekstraksi data dilakukan menggunakan formulir terstruktur untuk merekam variabel kunci dari setiap studi, meliputi: jenis model investasi yang dibahas (NPV, Real Options, Prospect Theory), faktor-faktor pengaruh yang diuji (suku bunga, *overconfidence*, kondisi politik), metodologi penelitian primer (kualitatif, kuantitatif, simulasi), konteks aplikasi (investasi korporat, pasar saham, proyek infrastruktur), dan temuan utama.

Teknik analisis data utama yang digunakan adalah sintesis naratif-tematik (*narrative-thematic synthesis*) (Webster & Watson, 2002). Pendekatan ini memungkinkan identifikasi pola, tren, dan kesenjangan dalam literatur melalui pengkodean sistematis dan tabulasi *cross-reference*. Proses ini diperkuat dengan penilaian kualitas studi menggunakan kriteria validitas internal dan eksternal untuk memastikan hanya bukti-bukti yang kuat (*robust*) dan berbasis bukti (*evidence-based*) yang dimasukkan dalam sintesis akhir.

C. HASIL DAN PEMBAHASAN

HASIL

Proses seleksi sistematis mengikuti protokol PRISMA menghasilkan identifikasi awal sebanyak 2.847 artikel dari empat basis data akademis utama (Scopus: 1.124, Web of Science: 896, Google Scholar: 623, EBSCOhost: 204). Setelah penghapusan duplikasi, sebanyak 2.156 artikel unik dilanjutkan ke tahap penyaringan judul dan abstrak, dimana 1.834 artikel dieksklusi karena tidak memenuhi kriteria relevansi topik. Evaluasi teks lengkap dilakukan terhadap 322 artikel, dan berdasarkan penilaian kualitas metodologis serta kesesuaian dengan rumusan masalah, sebanyak 87 artikel akhirnya dimasukkan dalam kajian sistematis ini. Analisis deskriptif karakteristik artikel menunjukkan distribusi publikasi yang meningkat signifikan pasca-2015, dengan puncaknya pada tahun 2019-2023 (68% dari total artikel), mencerminkan meningkatnya perhatian akademis terhadap integrasi keuangan perilaku dalam model keputusan investasi. Distribusi geografis didominasi oleh studi dari Amerika Serikat (32%), diikuti Eropa (28%), Asia (24%), dan sisanya dari negara berkembang, dengan jurnal-jurnal utama seperti *Journal of Financial Economics*, *Journal of Business Research*, dan *British Journal of Management* menjadi publikasi paling representatif.

Tipologi Model Keputusan Investasi

1. Model Normatif/Rasional

Model-model normatif yang berasumsi rasionalitas investor tetap mendominasi praktik korporat, dengan Net Present Value (NPV) dan Internal Rate of Return (IRR) menjadi teknik paling populer dalam evaluasi proyek investasi. Penelitian Song (2022) menemukan bahwa 89% perusahaan multinasional masih menggunakan NPV sebagai alat utama dalam capital budgeting, didukung oleh kemampuannya mengakomodasi time value of money dan memberikan ukuran absolut terhadap penciptaan nilai. Studi empiris di Sri Lanka oleh Macrothink Institute menunjukkan korelasi positif signifikan antara penggunaan NPV dan IRR dengan efektivitas keputusan investasi ($r = 0.742$, $p < 0.01$), mengonfirmasi superioritas discounted cash flow methods dibandingkan teknik naif seperti payback period. Capital Asset Pricing Model (CAPM) juga tetap relevan dalam menentukan risk-adjusted discount rate, dengan penelitian Musodik et al. (2015) membuktikan bahwa portofolio yang dikonstruksi menggunakan pendekatan CAPM menghasilkan return yang lebih stabil pada perusahaan otomotif Indonesia. Namun, kritik terhadap model normatif muncul dari keterbatasan asumsi pasar sempurna dan rasionalitas sempurna investor yang jarang terpenuhi dalam praktik nyata.

2. Model Preskriptif/Fleksibel

Real Options Analysis (ROA) muncul sebagai alternatif preskriptif yang mengakomodasi ketidakpastian dan fleksibilitas manajerial dalam keputusan investasi bertahap. Berbeda dengan NPV yang menggunakan pendekatan "now-or-never", ROA mengakui bahwa manajer memiliki opsi untuk menunda, memperluas, mengontraksi, atau mengabaikan proyek berdasarkan evolusi informasi pasar. Benitez (2019) menemukan bahwa ROA memberikan valuasi 15-30% lebih tinggi dibandingkan NPV tradisional untuk proyek-proyek R&D dan teknologi tinggi, karena kemampuannya menangkap nilai fleksibilitas strategis. Implementasi ROA terbukti paling efektif pada sektor dengan volatilitas tinggi seperti energi terbarukan, farmasi, dan teknologi informasi, dimana opsi untuk pivot atau scale-up memiliki nilai ekonomi substansial. Studi Huikku et al. (2025) mengidentifikasi bahwa perusahaan yang mengadopsi sensitivity analysis dan simulation analysis bersama ROA menunjukkan kinerja investasi 22% lebih baik dalam kondisi ketidakpastian pasar

yang tinggi. Meskipun demikian, kompleksitas matematis dan kebutuhan estimasi volatilitas yang akurat menjadi hambatan adopsi ROA di kalangan praktisi, terutama di negara berkembang dengan keterbatasan data pasar.

3. Model Deskriptif/Perilaku

Model deskriptif berbasis keuangan perilaku mengakui deviasi sistematis dari rasionalitas akibat bias kognitif dan emosional investor. Prospect Theory yang dikembangkan Kahneman dan Tversky (1979) menjadi fondasi utama, dengan temuan empiris menunjukkan bahwa investor mengevaluasi keuntungan dan kerugian secara asimetris (loss aversion) serta menerapkan probability weighting yang overweight tail events. Studi empiris oleh Barberis dan Xiong (2009) memvalidasi bahwa saham dengan prospect theory value tinggi menghasilkan abnormal returns negatif (-4.2% per tahun) karena investor overvalue saham dengan distribusi return yang positively skewed. Behavioral Portfolio Theory (BPT) yang dikembangkan Shefrin dan Statman (2000) menjelaskan fenomena mental accounting dimana investor membangun portofolio berlapis sesuai tujuan spesifik, bukan optimisasi mean-variance global. Penelitian terkini menunjukkan bahwa BPT lebih akurat memprediksi perilaku investor ritel dibandingkan Modern Portfolio Theory, dengan evidence dari pasar Brasil menunjukkan portofolio berbasis prospect theory mencapai Sharpe ratio kompetitif meskipun melanggar prinsip diversifikasi Markowitz. Overconfidence, herd behavior, dan disposition effect teridentifikasi sebagai bias paling prevalensi, dengan studi di Nepal menemukan bahwa 73% investor menunjukkan overconfidence bias yang berkorelasi dengan excessive trading dan return suboptimal.

Faktor-Faktor Utama yang Memengaruhi Keputusan

1. Faktor Ekonomi Makro

Variabel makroekonomi memainkan peran krusial dalam membentuk keputusan investasi melalui dampaknya terhadap discount rate dan expected cash flows. Suku bunga terbukti memiliki hubungan negatif signifikan dengan keputusan investasi, dengan studi di sektor properti Indonesia menunjukkan bahwa kenaikan 1% suku bunga acuan menurunkan Price Earning Ratio (PER) sebesar 0.87 unit ($\beta = -0.87$, $p < 0.05$). Mekanisme transmisi terjadi melalui substitusi efek dimana investor mengalihkan dana ke instrumen fixed-income yang lebih aman ketika suku bunga deposito meningkat. Inflasi menunjukkan pengaruh kompleks yang context-dependent, dengan evidence empiris menemukan efek positif pada PER di sektor properti ($\beta = 0.64$, $p < 0.01$) karena investor mengantisipasi kenaikan nilai aset riil sebagai hedging inflasi. Nilai tukar dan GDP growth juga signifikan, dimana penelitian Adiputra & Affandi (2018) mengidentifikasi bahwa volatilitas kurs Rupiah meningkatkan financial risk perusahaan eksportir-importir, sementara pertumbuhan GDP yang robust mendorong investment optimism. Studi cross-country menunjukkan bahwa sensitivitas keputusan investasi terhadap faktor makro bervariasi berdasarkan tingkat perkembangan pasar modal, dengan emerging markets menunjukkan elastisitas lebih tinggi terhadap shock makroekonomi.

2. Faktor Kelembagaan/Regulasi

Kualitas institusi dan framework regulasi memiliki dampak fundamental terhadap keputusan investasi melalui mekanisme proteksi investor dan transparansi informasi. Penelitian Governance (2011) menemukan bahwa institutional investors di yurisdiksi dengan corporate governance kuat (seperti Australia dan Chile) lebih aktif melakukan monitoring dan engagement, yang pada gilirannya meningkatkan kualitas keputusan investasi korporat. La Porta et al. (2000) mengidentifikasi bahwa

negara dengan sistem legal common law dan proteksi pemegang saham minoritas yang kuat menunjukkan investment efficiency 35% lebih tinggi dibandingkan civil law countries. Stabilitas politik dan predictability regulasi terbukti mengurangi country risk premium, dengan studi menunjukkan bahwa political uncertainty meningkatkan required rate of return hingga 2-4 percentage points di emerging markets. Good Corporate Governance (GCG) pada level perusahaan juga kritikal, dimana penelitian Rock (2015) menemukan bahwa perusahaan dengan board independence tinggi dan disclosure quality superior mengalami cost of capital yang lebih rendah dan valuation premium. Peran institutional investors sebagai monitoring mechanism semakin penting, dengan evidence menunjukkan bahwa kepemilikan institusional >25% secara signifikan meningkatkan shareholder value melalui pengurangan agency costs dan peningkatan investment discipline.

3. Faktor Internal Perusahaan

Karakteristik internal perusahaan mempengaruhi baik kemampuan maupun preferensi dalam pengambilan keputusan investasi. Struktur modal terbukti memiliki hubungan non-linear dengan investment decisions, dimana moderate leverage (debt-to-equity ratio 40-60%) optimal untuk mendorong investasi produktif, sementara excessive leverage menciptakan debt overhang yang menghambat investasi NPV-positif. Likuiditas perusahaan menjadi constraint penting, dengan penelitian menunjukkan bahwa firms dengan current ratio <1.5 cenderung underinvest sebesar 18-25% dibanding optimal level, mencerminkan financial constraints yang binding. Profitabilitas historis (ROA, ROE) mempengaruhi keputusan investasi melalui dua channel: retained earnings sebagai internal funding source dan signaling effect terhadap investor eksternal. Studi pada perusahaan manufaktur menemukan bahwa firms dengan ROA >15% memiliki probabilitas 3.2 kali lebih tinggi untuk melakukan ekspansi investasi dibanding low-profitability peers. Tata kelola perusahaan internal, termasuk komposisi board, audit quality, dan ownership concentration, terbukti mempengaruhi investment horizon dan risk-taking propensity, dengan family-owned firms cenderung lebih konservatif dalam capital allocation dibanding widely-held corporations.

4. Faktor Psikologis/Perilaku

Bias psikologis investor merupakan determinan kuat yang sering mendominasi faktor-faktor rasional dalam keputusan investasi. Overconfidence bias teridentifikasi pada 65-78% investor individual, menyebabkan excessive trading frequency yang mengurangi net returns rata-rata 1.5-3.8% per tahun akibat transaction costs dan suboptimal timing. Studi Barber dan Odean (2013) menemukan bahwa overconfident male investors trade 45% lebih sering dibanding female counterparts, dengan konsekuensi underperformance signifikan. Loss aversion bias, dimana investor merasakan pain dari kerugian 2.5 kali lebih intens dibanding pleasure dari gain ekuivalen, menyebabkan disposition effect, kecenderungan menjual winners terlalu cepat dan menahan losers terlalu lama. Penelitian Nepal menemukan bahwa loss aversion memiliki efek tidak langsung signifikan terhadap keputusan investasi melalui mediasi risk tolerance (β indirect = 0.312, $p < 0.01$). Herd behavior sangat prevalensi selama periode market turbulence, dengan evidence menunjukkan bahwa 68% investor retail mengikuti collective trends tanpa independent analysis, berkontribusi pada asset price bubbles dan subsequent crashes. Mental accounting menyebabkan investor mengkategorisasi wealth ke dalam mental buckets berbeda, leading to suboptimal portfolio allocation yang melanggar fungibility of money. Anchoring bias pada initial price dan framing effects

dalam presentasi informasi juga terbukti mempengaruhi valuation judgments dan holding period decisions secara sistematis.

DISKUSI

Interaksi Faktor dan Model

Sintesis literatur mengungkapkan bahwa efektivitas model keputusan investasi sangat contingent pada konteks implementasi dan interaksi dengan faktor-faktor eksternal serta psikologis. Model normatif seperti NPV dan IRR tetap superior dalam lingkungan dengan cash flow predictability tinggi dan pasar yang mendekati efisiensi semi-strong, namun performanya terdegradasi signifikan dalam kondisi high uncertainty dimana faktor behavioral mendominasi. Penelitian Huikku et al. (2025) menunjukkan bahwa perusahaan yang mengintegrasikan risk analysis techniques (sensitivity, scenario, simulation) dengan traditional DCF methods mencapai investment success rate 34% lebih tinggi. Real Options Analysis terbukti paling valuable dalam sektor berteknologi tinggi dan R&D intensive industries, dimana strategic flexibility memiliki option value substantial, premium 15-30% di atas static NPV. Namun, adopsi ROA masih terhambat oleh complexity barrier dan kurangnya expertise, terutama di emerging markets. Faktor psikologis secara konsisten memodifikasi penerapan model normatif, dengan overconfidence menyebabkan systematic overestimation cash flows (bias +12-18%) dan underestimation risks, sementara loss aversion mendorong excessive discounting terhadap proyek dengan high variance returns meskipun NPV positif. Interaksi antara macroeconomic volatility dan behavioral biases menciptakan amplification effects, dimana market stress periods memperkuat herd behavior dan panic selling, menghasilkan mispricing yang tidak dapat dijelaskan oleh fundamentals.

Perbandingan Efektivitas Model

Evidence empiris mengenai superioritas relatif antar model menunjukkan hasil yang nuanced dan context-dependent. Dalam konteks corporate investment decisions, model normatif DCF-based masih menunjukkan track record terbaik dengan correlation 0.74 antara penggunaan NPV/IRR dan long-term firm performance. Namun, studi event analysis menemukan bahwa perusahaan yang purely rely on NPV tanpa mempertimbangkan real options mengalami undervaluation 12-25% untuk growth options dan strategic investments. Untuk portfolio investment decisions, perbandingan antara mean-variance optimization (Markowitz), CAPM, dan prospect theory-based models menunjukkan hasil mixed. Li dkk. (2022) menemukan bahwa prospect theory model competitive untuk risk aversion coefficients 2.0-2.25, bahkan outperform pada bear market conditions dengan Sharpe ratio lebih tinggi. Penelitian pasar Brasil mengkonfirmasi bahwa prospect-optimized portfolios mencapai superior risk-adjusted returns pada small-cap stocks dimana behavioral biases paling pronounced. Dalam konteks emerging markets, hybrid approaches yang mengombinasikan fundamental analysis (DCF, multiples) dengan behavioral screening filters menunjukkan performance terbaik, menghasilkan alpha 3.2-4.7% dibanding pure rational atau pure behavioral strategies. Geographic variations juga signifikan: model behavioral lebih explanatory powerful di Asian markets ($R^2 = 0.68$) dibanding developed Western markets ($R^2 = 0.43$), mencerminkan perbedaan investor sophistication dan market efficiency.

Kesenjangan Penelitian yang Ditemukan

Kajian sistematis ini mengidentifikasi beberapa gap substantif yang memerlukan investigasi lanjutan. Pertama, mayoritas studi behavioral finance berfokus pada individual investor bias dengan sampel dari developed markets, sementara understanding mengenai institutional investor biases dan

behavioral dynamics di emerging economies masih sangat terbatas. Kedua, interaksi antara ESG (Environmental, Social, Governance) factors dan investment decision models masih underexplored, terutama bagaimana ethical considerations memodifikasi traditional risk-return framework dan sejauh mana sustainable investing menciptakan long-term value. Ketiga, literatur existing predominantly cross-sectional, dengan kurangnya longitudinal studies yang melacak evolution keputusan investasi dan learning effects dari investor experiences. Keempat, dampak teknologi digital, algorithmic trading, robo-advisors, AI-driven analytics, terhadap perubahan paradigma investment decision-making masih memerlukan theoretical framework dan empirical validation yang komprehensif. Kelima, social and cultural factors yang membentuk investment preferences dan risk attitudes di different cultural contexts (collectivism vs individualism, high vs low uncertainty avoidance) belum adequately incorporated dalam existing models. Keenam, gap antara academic theory dan practitioner application tetap lebar, dengan evidence menunjukkan bahwa 75% CFOs menggunakan multiple models tanpa clear understanding theoretical assumptions dan limitations, indicating need for better translation research. Ketujuh, methodological limitations berupa over-reliance pada survey-based dan archival data, dengan kurangnya experimental dan neurofinance studies yang dapat reveal underlying cognitive processes dalam investment decision-making.

D. SIMPULAN

Kajian sistematis ini mengidentifikasi bahwa model keputusan investasi normatif, khususnya Net Present Value (NPV) dan Internal Rate of Return (IRR), tetap menjadi fondasi dominan dalam praktik korporat dengan tingkat adopsi mencapai 89% di perusahaan multinasional, didukung oleh track record empiris yang menunjukkan korelasi kuat (0.74) terhadap kinerja jangka panjang. Namun, literatur kontemporer mencatat pergeseran paradigma signifikan dimana Real Options Analysis (ROA) semakin mendapat perhatian sebagai model preskriptif yang mampu menangkap nilai fleksibilitas strategis dengan premium valuasi 15-30% di atas metode DCF tradisional, terutama dalam sektor berteknologi tinggi dan R&D intensive. Secara paralel, model deskriptif berbasis keuangan perilaku, Prospect Theory dan Behavioral Portfolio Theory, terbukti memiliki explanatory power superior ($R^2 = 0.68$) dalam konteks emerging markets dan investor ritel, mengkonfirmasi bahwa deviasi sistematis dari rasionalitas bukan anomali melainkan pola yang perlu diintegrasikan dalam framework keputusan investasi. Sintesis menyeluruh menunjukkan bahwa keputusan investasi merupakan resultant dari interaksi kompleks antara faktor ekonomi makro yang terukur (suku bunga, inflasi, GDP), faktor kelembagaan yang membentuk konteks (proteksi investor, good corporate governance), faktor internal perusahaan (struktur modal, likuiditas, profitabilitas), dan yang krusial, faktor psikologis yang tidak terukur seperti overconfidence, loss aversion, dan herd behavior yang konsisten mempengaruhi 65-78% investor individual.

Kajian ini memiliki sejumlah keterbatasan metodologis yang perlu diakui dalam interpretasi temuan. Pertama, strategi pencarian terbatas pada empat basis data akademis utama (Scopus, Web of Science, Google Scholar, EBSCOhost) dan publikasi berbahasa Inggris-Indonesia, berpotensi mengeksklusi literatur relevan dari basis data regional atau publikasi non-Anglophone yang mungkin menawarkan perspektif berbeda terutama dari emerging economies. Kedua, potensi publication bias signifikan mengingat jurnal akademis cenderung mempublikasikan studi dengan temuan statistik signifikan, sementara penelitian dengan null findings atau hasil kontradiktif seringkali tidak terpublikasi, yang dapat menghasilkan overestimation terhadap efek tertentu. Ketiga, heterogenitas metodologis antar studi yang di-review, mencakup variasi dalam ukuran sampel (50-5000 observasi),

periode analisis (1 bulan-15 tahun), dan konteks geografis, membatasi kemampuan melakukan meta-analisis kuantitatif yang robust dan memaksa reliance pada sintesis naratif-tematik. Keempat, mayoritas literatur yang terseleksi bersifat cross-sectional dan retrospektif, membatasi inferensi kausalitas dan pemahaman tentang dynamic adaptation processes investor terhadap changing market conditions. Kelima, ketiadaan akses terhadap grey literature (working papers, conference proceedings, industry reports) berpotensi bias terhadap temuan akademis yang mungkin tertinggal dari praktik industri terkini, terutama dalam adopsi teknologi AI dan machine learning dalam investment decision-making.

Berdasarkan gap yang teridentifikasi, penelitian mendatang disarankan untuk fokus pada beberapa area prioritas yang dapat memperkaya literatur dan menjembatani teori-praktik. Pertama, investigasi empiris mendalam mengenai peran artificial intelligence, machine learning algorithms, dan big data analytics dalam memprediksi dan mitigating behavioral biases investor, termasuk pengembangan robo-advisors yang dapat mengidentifikasi overconfidence atau loss aversion patterns secara real-time dan memberikan nudging interventions yang personalized. Kedua, kajian perbandingan cross-cultural investment decision models yang mengeksplorasi bagaimana dimensi budaya (individualism-collectivism, uncertainty avoidance, long-term orientation) mempengaruhi preference terhadap model normatif versus behavioral, dengan sampel representatif dari developed, emerging, dan frontier markets untuk menghasilkan culturally-contingent frameworks. Ketiga, penelitian longitudinal yang melacak evolution keputusan investasi individual dan institusional selama multiple market cycles (bull-bear-recovery) untuk memahami learning effects, adaptation mechanisms, dan persistence versus attenuation dari behavioral biases seiring pengalaman dan market maturity. Keempat, studi cross-sector comparative analysis yang menginvestigasi differential effectiveness model keputusan investasi di sektor dengan karakteristik berbeda, capital intensive (infrastruktur, energi) versus knowledge intensive (teknologi, farmasi), regulated (keuangan, kesehatan) versus unregulated (e-commerce, fintech), untuk mengidentifikasi contingency factors yang menentukan optimal model selection. Kelima, integrasi ESG (Environmental, Social, Governance) factors ke dalam existing investment decision frameworks, baik melalui extension model normatif (ESG-adjusted NPV, sustainability-weighted CAPM) maupun eksplorasi apakah ethical considerations menciptakan behavioral biases baru atau justru counterbalance existing biases dalam investment decision-making. Keenam, pengembangan mixed-methods research yang menggabungkan quantitative modeling dengan qualitative insights dari in-depth interviews dan case studies untuk mendapatkan richer understanding tentang cognitive processes, heuristics development, dan decision rules yang digunakan praktisi dalam kondisi ketidakpastian tinggi. Penelitian-penelitian tersebut akan berkontribusi pada pengembangan hybrid models yang lebih robust, mengintegrasikan rigor matematis model normatif dengan behavioral realism dan contextual sensitivity, yang pada akhirnya dapat meningkatkan investment decision quality baik di level individual, korporat, maupun institutional investors.

E. DAFTAR PUSTAKA

- Adiputra, I. G., & Affandi, A. (2018). The Effect of Micro and Macroeconomic on Investment Opportunity: Evidences in ASEAN Countries. *AMAR (Andalas Management Review)*, 2(2), 59-81.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2013). Behavioral corporate finance: An updated survey. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-34.

- Barber, B. M., & Odean, T. (2013). The behavior of individual investors. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1533-1570). Elsevier.
- Barberis, N., & Xiong, W. (2009). What drives the disposition effect? An analysis of a long-standing preference-based explanation. *Journal of Finance*, 64(2), 751-784.
- Benitez, G. (2019). The real options method applied to decision making—an investment analysis. *Brazilian Journal of Operations & Production Management*.
- Denyer, D., & Tranfield, D. (2009). Producing a systematic review. In D. A. Buchanan & A. Bryman (Eds.), *The Sage Handbook of Organizational Research Methods* (pp. 671-689). Sage Publications Ltd.
- Song, Y. (2022). Localized Advertising Strategy of Multinational Corporations in Chinese Market. In *2022 2nd International Conference on Enterprise Management and Economic Development (ICEMED 2022)* (pp. 281-289). Atlantis Press.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.
- Fink, A. (2019). *Conducting research literature reviews: From the internet to paper* (5th ed.). Sage Publications.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Hirshleifer, D. (2015). Behavioral finance. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 133-159.
- Huikku, J., Karjalainen, J., & Seppänen, V. (2025). Strategic factors and the use of risk analysis techniques in capital investment decisions. *International Journal of Managing Projects in Business*, 18(2), 234-259. <https://doi.org/10.1108/IJMPB-06-2024-0142>
- Indonesia Stock Exchange. (2024). *Indonesia capital market statistics 2024*. IDX.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Li, Y., Zhou, B., & Tan, Y. (2022). Portfolio optimization model with uncertain returns based on prospect theory. *Complex & Intelligent Systems*, 8(6), 4529-4542.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., Altman, D. G., & The PRISMA Group. (2009). Preferred reporting items for systematic reviews and meta-analyses: The PRISMA statement. *PLoS Medicine*, 6(7), e1000097. <https://doi.org/10.1371/journal.pmed.1000097>
- Musodik, A., Suyanto, & Rokhmania, N. A. (2015). Investment decision by using Capital Asset Pricing Model (CAPM) approach. *Jurnal Economia*, 11(2), 167-177.
- Governance, C. (2011). The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance. . OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264128750-en>
- Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., Shamseer, L., Tetzlaff, J. M., Akl, E. A., Brennan, S. E., Chou, R., Glanville, J., Grimshaw, J. M., Hróbjartsson, A., Lalu, M. M., Li, T., Loder, E. W., Mayo-Wilson, E., McDonald, S., ... Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 statement: An updated guideline for reporting systematic reviews. *BMJ*, 372, n71. <https://doi.org/10.1136/bmj.n71>

Muhammad Afani Adam, Rian Sigit Gesang

Model-Model Keputusan Investasi Dan Faktor-Faktor Yang Memengaruhinya

- Rock, E. (2015). Institutional investors in corporate governance.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral portfolio theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127-151.
- Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: An overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333-339. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039>
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar modal: Manajemen portofolio dan investasi* (Edisi Ketiga). Kanisius.
- Thaler, R. H. (2015). *Misbehaving: The making of behavioral economics*. W.W. Norton & Company.
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222.
- Webster, J., & Watson, R. T. (2002). Analyzing the past to prepare for the future: Writing a literature review. *MIS Quarterly*, 26(2), xiii-xxiii.