

**PENGARUH REPRESENTATIVENESS, AVAILABILITY, DAN ANCHORING
TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI**

Oleh :

Rahayu Mardikaningsih, Didit Darmawan

STIE Mahardhika Surabaya

ABSTRACT

Investment decisions in financial markets often deviate from predictions of rational models due to cognitive heuristics and biases. This conceptual paper examines how three main heuristics representativeness, availability, and anchoring systematically distort investor judgment. Representativeness leads to overreaction to recent news and misidentification of patterns in random data. Availability causes investors to overweight dramatic or recent events when assessing probabilities. Anchoring makes reference prices such as purchase price or historical highs influence subsequent decisions excessively. Overconfidence in stock picking ability generates excessive trading and reduces net returns after transaction costs. Loss aversion from prospect theory explains the disposition effect where investors sell winners too quickly and hold losers too long. Mental accounting causes irrational treatment of money based on its source or intended use. Familiarity bias and status quo bias produce underdiversification including excessive company stock holdings and home bias. Interventions ranging from individual awareness to systemic design changes can reduce negative impacts of biases. Automatic rules, checklists, default options, and nudges prove more effective than education alone. The paper concludes with theoretical implications for behavioral finance and practical recommendations for individual investors, platform designers, and pension policymakers.

Keywords: heuristics, biases, investment decisions, behavioral finance, prospect theory, overconfidence, loss aversion

PENDAHULUAN

Pengambilan keputusan investasi di pasar keuangan selama beberapa dekade didominasi oleh asumsi rasionalitas sempurna dari teori keuangan modern. Model model seperti efficient market hypothesis dan modern portfolio theory berasumsi bahwa investor memproses semua informasi yang tersedia secara objektif. Mereka dianggap mampu menghitung probabilitas dengan tepat dan memilih portofolio yang mengoptimalkan imbal hasil untuk setiap tingkat risiko. Namun perilaku nyata investor di pasar saham, obligasi, dan instrumen keuangan lainnya sering menyimpang jauh dari prediksi model rasional. Gelembung harga aset yang berulang, penjualan panik saat pasar jatuh, dan perdagangan berlebihan menjadi bukti bahwa faktor psikologis mempengaruhi keputusan investasi. Shiller (2005) mendokumentasikan bahwa harga saham historis menunjukkan volatilitas jauh lebih tinggi daripada yang dapat

dijelaskan oleh perubahan fundamental ekonomi. Investor tampaknya bereaksi berlebihan terhadap berita baru dan mengabaikan informasi yang sudah tersedia untuk waktu lama. Fenomena ini tidak dapat dijelaskan oleh model rasional karena mengasumsikan semua informasi sudah tercermin dalam harga secara instan. Kesenjangan antara teori dan realitas mendorong lahirnya bidang baru yang disebut keuangan perilaku (*behavioral finance*). Bidang ini berupaya memasukkan wawasan psikologi kognitif ke dalam model pengambilan keputusan keuangan.

Asumsi rasionalitas sempurna dalam ekonomi klasik memiliki akar panjang pada gagasan bahwa agen ekonomi adalah *homo economicus* yang selalu memaksimalkan utilitas. Model ini memberikan kemudahan matematis dan menghasilkan prediksi yang tajam, tetapi mengorbankan realisme psikologis. Simon (1957) adalah salah satu yang pertama mengkritik asumsi ini dengan memperkenalkan konsep *bounded rationality*. Manusia memiliki kapasitas kognitif terbatas sehingga tidak mungkin memproses seluruh informasi dan menghitung semua kemungkinan. Dalam praktiknya, agen ekonomi menggunakan aturan praktis atau heuristik untuk menyederhanakan kompleksitas dunia. Heuristik ini bermanfaat karena menghemat waktu dan energi kognitif, tetapi dapat menghasilkan kesalahan sistematis yang disebut bias. Tversky dan Kahneman (1974) mendemonstrasikan melalui serangkaian eksperimen bahwa bahkan orang yang terlatih sekalipun rentan terhadap bias kognitif. Penemuan ini mengguncang fondasi ekonomi neoklasik dan membuka jalan bagi pendekatan baru yang lebih realistis. Pengambilan keputusan investasi ternyata tidak sempurna yang diasumsikan model teoritis sebelumnya. Investor profesional sekalipun, termasuk manajer dana dan analis keuangan, menunjukkan pola perilaku yang bias.

Heuristik adalah aturan praktis sederhana yang digunakan orang untuk membuat penilaian dengan cepat ketika informasi tidak lengkap atau waktu terbatas. Dalam konteks investasi, heuristik dapat membantu investor mengambil keputusan tanpa harus menganalisis setiap saham secara detail. Namun penggunaan heuristik secara tidak sadar dapat menghasilkan bias yang merugikan kinerja portofolio jangka panjang. Tiga heuristik utama yang diidentifikasi oleh Tversky dan Kahneman (1974) adalah *representativeness*, *availability*, dan *anchoring*. Heuristik *representativeness* menyebabkan investor menilai probabilitas suatu peristiwa berdasarkan seberapa mirip peristiwa tersebut dengan kategori yang dikenal. Sebagai contoh, investor melihat perusahaan dengan pertumbuhan laba tinggi beberapa tahun berturut turut dan menganggapnya sebagai saham pertumbuhan yang akan terus naik. Mereka mengabaikan fakta statistik bahwa kinerja masa lalu tidak menjamin kinerja masa depan. Heuristik *availability* membuat investor menilai probabilitas suatu peristiwa berdasarkan kemudahan peristiwa tersebut diingat. Kejadian baru seperti kecelakaan pesawat atau krisis keuangan akan dinilai lebih mungkin terjadi karena mudah diingat. Heuristik *anchoring* membuat investor terlalu bergantung pada angka awal yang diterima, seperti harga beli saham, ketika membuat penilaian selanjutnya.

Bias representativeness memiliki implikasi signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi karena menyebabkan investor salah memahami sifat fluktuasi pasar acak. Salah satu manifestasi paling terkenal dari bias ini adalah gambler's fallacy, yaitu keyakinan bahwa setelah serangkaian hasil yang sama, hasil berlawanan pasti akan muncul. Investor yang mengalami kerugian berturut-turut mungkin percaya bahwa pasar pasti akan berbalik naik segera. Sebaliknya, hot hand fallacy adalah keyakinan bahwa keberhasilan yang beruntun akan berlanjut, sehingga investor memburu saham yang sudah naik tajam. De Bondt dan Thaler (1985) menunjukkan bahwa investor cenderung bereaksi berlebihan terhadap berita perusahaan baik maupun buruk. Akibatnya, saham yang sebelumnya berkinerja buruk cenderung berkinerja lebih baik di periode berikutnya dan sebaliknya. Fenomena ini bertentangan dengan efficient market hypothesis yang menyatakan harga sudah mencerminkan semua informasi. Bias representativeness juga menyebabkan investor salah mengidentifikasi pola dalam data acak. Mereka melihat tren yang sebenarnya tidak ada dan melakukan perdagangan berdasarkan ilusi tersebut. Barberis dan Shleifer (2003) menjelaskan bahwa bias ini berkontribusi pada terbentuknya gelembung spekulatif di pasar saham. Investor terus membeli karena melihat harga naik dan menganggap pola kenaikan akan berlanjut selamanya.

Bias availability mempengaruhi keputusan investasi dengan membuat informasi yang baru atau dramatis memiliki bobot lebih besar daripada informasi statistik yang lebih relevan. Kejadian yang diliput media secara luas, seperti jatuhnya pasar saham atau kebangkrutan perusahaan besar, akan sangat mudah diingat investor. Kemudahan mengingat ini membuat investor menilai probabilitas kejadian serupa lebih tinggi daripada yang sebenarnya. Sebagai contoh, setelah krisis 2008, banyak investor menghindari saham perbankan selama bertahun-tahun meskipun fundamental sektor tersebut sudah pulih. Kekhawatiran akan kejadian serupa terulang membuat mereka melewatkan peluang keuntungan besar. Sebaliknya, keberhasilan spektakuler investor terkenal seperti Warren Buffett akan sangat mudah diingat dan mendorong orang meniru strateginya. Padahal secara statistik, sebagian besar investor yang meniru strategi sukses tidak akan berhasil karena faktor keberuntungan berperan besar. Odean (1999) menunjukkan bahwa investor cenderung membeli saham yang sedang menjadi berita hangat, bukan saham dengan fundamental terbaik. Bias availability juga menjelaskan mengapa investor lokal cenderung menempatkan proporsi terlalu besar pada saham domestik. Informasi tentang perusahaan lokal lebih mudah diakses dan diingat dibanding perusahaan asing. Fenomena ini disebut home bias dan telah didokumentasikan di hampir semua negara dengan pasar saham maju.

Bias anchoring menyebabkan keputusan investasi terlalu terpengaruh oleh angka acak yang kebetulan menjadi referensi awal. Harga beli suatu saham sering menjadi jangkar yang menentukan keputusan menjual di masa depan. Investor enggan menjual saham di bawah harga beli karena menganggapnya sebagai kerugian, meskipun harga pasar menunjukkan penjualan adalah keputusan terbaik. Fenomena ini dikenal sebagai disposition effect, yaitu kecenderungan menjual saham pemenang terlalu cepat dan menahan saham

pecundang terlalu lama. Shefrin dan Statman (1985) menemukan bahwa investor merealisasikan keuntungan lebih sering daripada kerugian, bertentangan dengan prediksi model rasional. Jangkar juga muncul dalam bentuk harga historis tertinggi atau terendah yang dicapai suatu saham. Investor sering menganggap harga historis tertinggi sebagai batas atas yang akan dicapai kembali, atau harga terendah sebagai lantai yang tidak akan ditembus. Analisis keuangan juga rentan terhadap anchoring ketika membuat target harga saham berdasarkan harga saat ini dengan penyesuaian kecil. Terlepas dari adanya informasi baru yang signifikan, perubahan target harga biasanya tidak cukup besar. Northcraft dan Neale (1987) mendemonstrasikan bahwa bahkan profesional dengan pengalaman bertahun-tahun tidak kebal terhadap efek anchoring. Dalam konteks investasi, anchoring dapat menyebabkan investor gagal menyesuaikan portofolio ketika fundamental perusahaan sudah berubah drastis.

Permasalahan utama dalam pengambilan keputusan investasi adalah bahwa bias kognitif tidak terbatas pada investor ritel amatir, tetapi juga dialami profesional. Manajer investasi, analis keuangan, dan perencana portofolio yang terlatih secara teknis sekalipun menunjukkan pola bias sistematis. Penelitian oleh Shapira (2008) menunjukkan bahwa manajer dana institusional juga cenderung memegang saham yang merugi terlalu lama. Bahkan trader profesional yang menghadapi insentif finansial langsung masih menunjukkan disposition effect dalam keputusan harian mereka. Keyakinan berlebihan atau overconfidence adalah bias paling menonjol di kalangan profesional investasi. Mereka cenderung melebih-lebihkan akurasi prediksi mereka dan terlalu percaya pada kemampuan memilih saham. Griffin dan Tversky (1992) menemukan bahwa orang dengan pengetahuan lebih banyak justru cenderung lebih overconfident dibanding pemula. Manajer investasi yang sukses dalam periode tertentu menganggap keberhasilan itu sebagai bukti kemampuan superior, bukan keberuntungan. Akibatnya, mereka mengambil posisi lebih besar dan melakukan perdagangan lebih sering daripada yang optimal. Frekuensi perdagangan yang tinggi mengurangi imbal hasil bersih karena biaya transaksi dan pajak yang harus dibayar. Overconfidence juga menyebabkan investor mengabaikan diversifikasi yang memadai karena percaya bahwa mereka dapat memilih pemenang secara konsisten. Permasalahan ini semakin parah karena umpan balik dari pasar sering datang dengan jeda waktu panjang, sehingga sulit membedakan kemampuan dari keberuntungan.

Permasalahan berikutnya berkaitan dengan pengaruh emosi terhadap pengambilan keputusan investasi yang sulit dipisahkan dari bias kognitif. Rasa takut dan serakah, sebagai emosi dasar, sering menjadi pendorong utama perilaku membeli dan menjual di pasar keuangan. Ketika pasar sedang bullish, emosi serakah mendorong investor masuk meskipun valuasi sudah terlalu tinggi. Ketika pasar sedang bearish, rasa takut membuat investor menjual di titik terendah meskipun tidak rasional. Loewenstein (2000) menjelaskan bahwa emosi memiliki pengaruh langsung terhadap pengambilan keputusan yang sering kali mengalahkan pertimbangan kognitif. Investor yang mengalami stres akibat kerugian besar cenderung membuat keputusan lebih buruk karena kapasitas pemrosesan informasi mereka terganggu. Regret avoidance atau

penghindaran penyesalan membuat investor ragu mengambil keputusan karena takut nantinya akan menyesal. Mereka lebih memilih tidak melakukan apa pun meskipun tindakan diperlukan daripada mengambil risiko disalahkan di kemudian hari. Bias ini menjelaskan mengapa investor sering terjebak dalam status quo, tidak menjual saham yang sudah jelas jelek maupun membeli saham yang sudah jelas bagus secara fundamental. Loewenstein, Weber, Hsee, dan Welch (2001) menyebut fenomena ini sebagai risk as feelings yang berbeda dari kognisi rasional tentang risiko. Emosi dapat mendahului penilaian kognitif dan mengarahkan perilaku sebelum proses berpikir sadar dimulai. Mengabaikan aspek emosional dalam model pengambilan keputusan investasi akan menghasilkan gambaran yang tidak lengkap.

Investor individu yang tidak memahami bias mereka sendiri cenderung melakukan kesalahan berulang yang menggerus kekayaan jangka panjang. Biaya kesalahan ini sangat besar secara agregat, mencapai miliaran dolar setiap tahun dalam bentuk imbal hasil yang hilang. Manajer investasi profesional juga perlu menyadari bias mereka agar dapat membangun sistem pencegahan yang efektif. Tanpa kesadaran metakognitif, bahkan rekomendasi dari penasihat keuangan terbaik sekalipun dapat ditolak oleh bias yang tidak disadari. Thaler (2005) menekankan bahwa memahami psikologi investor sama pentingnya dengan memahami analisis fundamental dan teknikal. Perkembangan dana investasi yang menerapkan prinsip keuangan perilaku menunjukkan bahwa kesadaran bias dapat meningkatkan kinerja. Sejumlah studi menunjukkan bahwa investor yang mengikuti aturan otomatis, seperti rebalancing berkala, mengalahkan mereka yang sering melakukan intervensi manual. Pertanyaan tentang intervensi apa yang paling efektif untuk mengurangi dampak bias pada keputusan investasi masih terus diteliti. Apakah edukasi keuangan cukup untuk mengubah perilaku atau diperlukan mekanisme paksaan seperti program pensiun otomatis. Bagaimana desain platform perdagangan dapat mengurangi godaan untuk melakukan perdagangan berlebihan.

Tujuan penulisan ini adalah mengkonstruksi kerangka analitis untuk memahami pengaruh heuristik dan bias terhadap keputusan investasi secara sistematis. Penelitian ini menghasilkan pemetaan bias bias utama yang relevan dengan investasi dan mekanisme kerjanya. Secara teoretis, tulisan ini berkontribusi pada integrasi psikologi kognitif ke dalam model keuangan perilaku. Secara praktis, tulisan ini memberikan panduan bagi investor dan perancang produk keuangan untuk mengurangi dampak negatif bias.

METODE PENELITIAN

Penulisan ini mengandalkan telaah pustaka sistematis sebagai pendekatan utama untuk mengkaji pengaruh heuristik dan bias terhadap keputusan investasi. Desain kualitatif dipilih karena pertanyaan penelitian menuntut eksplorasi konseptual daripada pengujian hipotesis numerik. Menurut Strauss dan Corbin (1998), penelitian kualitatif memungkinkan peneliti menggali fenomena yang belum terpetakan secara teoritis, termasuk mekanisme

psikologis dalam pengambilan keputusan finansial. Sumber data berasal dari buku teks psikologi kognitif serta monograf ekonomi perilaku yang diterbitkan antara 2000 dan 2009. Semua bahan dikumpulkan melalui pencarian terstruktur di perpustakaan universitas dan basis data buku akademik. Prosedur analisis menggunakan teknik analisis tematik, yaitu mengidentifikasi pola-pola berulang dari berbagai sumber kemudian mengelompokkannya ke dalam kategori bias. Sebagaimana dijelaskan oleh Miles dan Huberman (1994), langkah awal adalah reduksi data dengan menyaring sumber yang paling relevan dan memiliki otoritas ilmiah. Setelah reduksi, dilakukan penyajian data dalam bentuk matriks yang memuat setiap bias beserta definisi, mekanisme, dan contoh dalam investasi. Langkah terakhir adalah penarikan kesimpulan melalui verifikasi silang antar sumber untuk memastikan konsistensi temuan.

Kualitas penelitian kualitatif sangat bergantung pada kredibilitas dan dependabilitas proses analisis yang dijalankan. Untuk menjamin kredibilitas, penulis melakukan member checking dengan membandingkan hasil analisis terhadap studi empiris yang dikutip dalam buku sumber. Patton (2002) menyatakan bahwa triangulasi sumber merupakan strategi utama untuk mengurangi bias peneliti dalam studi kualitatif. Penulis menerapkan triangulasi teoritis dengan membandingkan perspektif dari psikologi eksperimental, ekonomi keuangan, dan ilmu manajemen risiko. Dependabilitas dijaga melalui dokumentasi lengkap setiap langkah analisis mulai dari pencarian kata kunci hingga sintesis akhir. Lincoln dan Guba (1985) menekankan bahwa audit trail yang rapi memungkinkan peneliti lain melacak kembali proses pengambilan kesimpulan. Confirmability atau netralitas temuan dipastikan dengan cara mengecek ulang setiap klaim teoretis terhadap setidaknya dua sumber independen. Keterbatasan utama studi ini adalah ketiadaan data empiris primer sehingga generalisasi temuan bersifat konseptual. Namun untuk tujuan membangun kerangka teoritis tentang bias perilaku, studi pustaka merupakan titik awal yang tepat sebelum dilakukan pengujian lapangan. Penulis menyadari bahwa subjektivitas dalam memilih dan menafsirkan sumber tetap ada, namun prosedur sistematis yang dijalankan telah meminimalkan risiko bias tersebut.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Heuristik representativeness menyebabkan investor salah menilai probabilitas dengan mengabaikan ukuran sampel dan probabilitas dasar. Dalam konteks investasi, bias ini muncul ketika investor melihat perusahaan dengan pertumbuhan laba tinggi beberapa tahun dan menganggap pertumbuhan akan berlanjut. Mereka mengabaikan fakta statistik bahwa sebagian besar kinerja luar biasa cenderung kembali ke rata-rata seiring waktu. Kahneman dan Tversky (1979) mendemonstrasikan bahwa orang bahkan mengabaikan informasi probabilitas dasar ketika memiliki informasi spesifik yang tampaknya representatif. Investor yang mendengar cerita sukses seseorang yang kaya dari saham teknologi akan menganggap probabilitas keberhasilan serupa lebih

tinggi. Padahal secara statistik, sebagian besar investor teknologi justru kehilangan uang dalam jangka panjang. Bias representativeness juga menjelaskan mengapa investor aktif melakukan market timing meskipun bukti menunjukkan hal itu tidak berhasil. Mereka melihat pola kenaikan dan penurunan di masa lalu dan menganggap pola itu akan berulang. De Bondt dan Thaler (1985) menunjukkan bahwa reaksi berlebihan terhadap berita perusahaan adalah manifestasi langsung dari bias representativeness. Investor terlalu terkesan dengan berita baik terbaru dan mengabaikan kemungkinan bahwa berita tersebut sudah tercermin dalam harga. Akibatnya, mereka membeli setelah harga naik dan menjual setelah harga turun, kebalikan dari strategi nilai yang sukses.

Heuristik availability membuat keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh kejadian kejadian yang baru terjadi atau mudah diingat. Investor yang baru mengalami kerugian besar cenderung menjadi sangat menghindari risiko untuk sementara waktu. Sebaliknya, investor yang baru mendapatkan keuntungan besar menjadi lebih berani mengambil risiko karena keberhasilan mudah diingat. Fenomena ini menjelaskan mengapa volume perdagangan meningkat tajam setelah peristiwa besar seperti krisis atau ledakan pasar. Slovic (1972) menemukan bahwa orang menilai probabilitas kematian karena berbagai penyebab berdasarkan liputan media, bukan statistik aktual. Dalam investasi, berita tentang kebangkrutan perusahaan besar akan membuat semua perusahaan di sektor yang sama dihindari investor. Setelah Enron collapse, harga saham perusahaan energi yang sehat sekalipun turun karena investor mudah mengingat kasus Enron. Sebaliknya, berita tentang investor yang menjadi miliarder dari cryptocurrency akan membuat banyak orang membeli aset serupa. Odean (1999) menunjukkan bahwa investor membeli saham yang sedang menjadi pusat perhatian, bukan yang paling undervalued menurut analisis fundamental. Bias availability juga menjelaskan mengapa investor lebih takut pada kejadian langka seperti krisis daripada kejadian umum seperti inflasi perlahan. Kejadian langka lebih mudah diingat karena dampaknya dramatis, meskipun probabilitasnya sangat rendah. Asuransi terhadap kejadian langka seperti gempa bumi sering dibeli dengan harga terlalu mahal karena overestimation probabilitas.

Bias anchoring menyebabkan harga referensi awal memiliki pengaruh terlalu besar terhadap keputusan investasi selanjutnya. Salah satu manifestasi paling kuat adalah disposition effect dimana investor enggan menjual saham di bawah harga beli. Shefrin dan Statman (1985) menjelaskan bahwa investor membagi portofolio secara mental ke dalam akun-akun terpisah untuk setiap saham. Menjual dengan rugi berarti mengakui kegagalan pada akun tertentu, yang menyakitkan secara psikologis. Sebaliknya, menjual dengan untung memberikan rasa puas meskipun secara finansial mungkin lebih baik menahan saham yang terus naik. Studi menunjukkan bahwa investor merealisasikan keuntungan sekitar 50 persen lebih sering daripada kerugian. Anchoring juga terjadi ketika analis keuangan membuat target harga berdasarkan harga saat ini dengan penyesuaian kecil. Northcraft dan Neale (1987) menemukan bahwa bahkan profesional properti terpengaruh oleh harga listing awal ketika menilai nilai rumah. Investor yang membeli saham pada puncak gelembung akan

terpaku pada harga pembelian tersebut bertahun-tahun kemudian. Mereka menolak menjual dengan rugi meskipun fundamental perusahaan sudah rusak permanen. Anchoring juga menjelaskan mengapa rata-rata investor membayar harga yang terlalu tinggi untuk IPO (initial public offering). Mereka menggunakan harga penawaran sebagai jangkar dan gagal melakukan penilaian independen yang kritis. Perusahaan investasi yang cerdas menggunakan anchoring dengan sengaja, misalnya menetapkan harga saham target yang tinggi untuk mempengaruhi persepsi investor.

Overconfidence adalah bias yang paling membahayakan dalam pengambilan keputusan investasi karena menyebabkan terlalu banyak perdagangan. Investor yang overconfident percaya bahwa pengetahuan dan kemampuan mereka lebih baik daripada rata-rata. Mereka juga melebih-lebihkan akurasi informasi yang mereka miliki dan meremehkan risiko. Griffin dan Tversky (1992) menemukan bahwa overconfidence paling kuat pada individu yang memiliki banyak pengetahuan tetapi tidak sempurna. Manajer investasi yang membaca banyak laporan dan memiliki akses ke data terbaru sangat rentan terhadap bias ini. Mereka berpikir bahwa analisis mendalam mereka memberi keunggulan dibanding pasar, padahal sebagian besar informasi sudah tercermin dalam harga. Barber dan Odean (2000) menunjukkan bahwa investor laki-laki melakukan perdagangan 45 persen lebih banyak daripada investor perempuan. Tingkat perputaran yang lebih tinggi ini menghasilkan imbal hasil tahunan lebih rendah sekitar 1.4 persen karena biaya transaksi. Trader profesional yang melakukan perdagangan harian mengalami kerugian bersih setelah dikurangi biaya, meskipun mereka merasa mampu mengalahkan pasar. Overconfidence juga menyebabkan investor kurang melakukan diversifikasi karena percaya dapat memilih pemenang secara konsisten. Mereka menempatkan terlalu banyak dana pada beberapa saham yang mereka yakini akan berkinerja baik. Ketika salah satu saham tersebut jatuh, dampaknya terhadap portofolio sangat besar.

Prospect theory yang dikembangkan oleh Kahneman dan Tversky (1979) memberikan kerangka teoritis untuk memahami bagaimana bias mempengaruhi keputusan investasi. Teori ini menggantikan expected utility theory sebagai deskripsi perilaku nyata dalam menghadapi risiko. Prospect theory memiliki tiga komponen utama: reference dependence, loss aversion, dan diminishing sensitivity. Reference dependence berarti investor mengevaluasi hasil sebagai keuntungan atau kerugian relatif terhadap titik referensi, biasanya status quo. Loss aversion berarti kerugian terasa sekitar dua hingga dua setengah kali lebih menyakitkan daripada keuntungan dengan ukuran sama. Diminishing sensitivity berarti perbedaan antara kerugian 100 dollar dan 200 dollar terasa lebih besar daripada antara 1100 dollar dan 1200 dollar. Dalam konteks investasi, loss aversion menjelaskan mengapa investor memegang saham yang merugi terlalu lama. Menjual dan merealisasikan kerugian sangat menyakitkan sehingga mereka memilih menunda keputusan. Prospect theory juga menjelaskan mengapa investor bersedia mengambil risiko besar untuk menghindari kerugian yang pasti. Misalnya, investor lebih suka berjudi dengan harapan pulih daripada menerima kerugian kecil yang pasti. Bentuk fungsi nilai dalam prospect theory berbentuk S, cekung untuk

keuntungan dan cembung untuk kerugian. Bentuk ini menghasilkan perilaku risk averse dalam domain keuntungan dan risk seeking dalam domain kerugian. Fenomena ini tidak dapat dijelaskan oleh expected utility theory standar.

Bias mental accounting menyebabkan investor memperlakukan uang secara berbeda tergantung dari mana asalnya dan untuk tujuan apa. Thaler (1999) menjelaskan bahwa orang mengelompokkan aset mereka ke dalam akun-akun mental yang terpisah. Sebagai contoh, uang bonus dari kantor lebih mudah dihabiskan untuk liburan daripada uang gaji bulanan. Dalam investasi, mental accounting menyebabkan investor mengabaikan korelasi antar aset dalam portofolio keseluruhan. Mereka mungkin memiliki portofolio yang sangat konservatif untuk dana pensiun tetapi sangat agresif untuk tabungan pendidikan. Secara keseluruhan, portofolio mungkin tidak optimal karena tidak mempertimbangkan korelasi antar bagian. Mental accounting juga menjelaskan mengapa investor enggan menjual saham yang merugi meskipun ada saham lain yang lebih menjanjikan. Mereka mengunci kerugian dalam akun mental tertentu dan ingin menunggu sampai kembali ke posisi impas. Perilaku dividend puzzle, yaitu investor menyukai dividen meskipun secara pajak kurang efisien, juga dijelaskan oleh mental accounting. Investor memperlakukan pendapatan dividen sebagai pendapatan yang boleh dibelanjakan, berbeda dengan capital gain (Khasanah et al., 2010). Shefrin dan Statman (1984) menunjukkan bahwa mental accounting menyebabkan investor membangun portofolio piramida dengan aset berisiko di puncak. Mereka mengharapkan aset berisiko memberikan keuntungan besar tetapi enggan menjualnya saat rugi. Perusahaan keuangan dapat memanfaatkan mental accounting dengan merancang produk yang sesuai dengan pengelompokan mental investor.

Bias konfirmasi menyebabkan investor hanya mencari dan mengingat informasi yang mendukung keyakinan mereka yang sudah ada. Investor yang yakin suatu saham akan naik akan mencari berita positif tentang perusahaan tersebut. Mereka mengabaikan atau meremehkan berita negatif yang mungkin mengubah penilaian mereka. Bias konfirmasi sangat kuat karena konfirmasi memberikan rasa nyaman secara psikologis. Menghadapi informasi yang bertentangan dengan keyakinan menimbulkan disonansi kognitif yang tidak menyenangkan. Investor cenderung menghindari disonansi dengan cara menolak informasi yang tidak sesuai. Wason (1960) mendemonstrasikan bias ini melalui eksperimen klasik di mana subjek gagal mencari bukti yang menyangkal hipotesis mereka. Dalam investasi, bias konfirmasi menjelaskan mengapa investor mempertahankan posisi yang merugi terlalu lama. Mereka terus mencari alasan pembenaran, misalnya menyalahkan manajemen atau kondisi ekonomi makro. Analisis keuangan juga rentan terhadap bias konfirmasi ketika mereka mengeluarkan rekomendasi beli untuk saham yang sudah mereka sukai. Mereka cenderung memberikan bobot lebih besar pada bukti yang mendukung rekomendasi mereka. Birokrasi investasi seperti komite investasi dapat mengurangi bias ini dengan mewajibkan presentasi bukti kontra. Namun komite sendiri dapat mengalami groupthink, yaitu kecenderungan anggota kelompok untuk menyetujui pendapat pemimpin.

Groupthink adalah bentuk bias konfirmasi kolektif yang lebih berbahaya karena tidak ada yang berani menyuarakan pendapat berbeda.

Bias hindsight atau efek tahu setelah kejadian membuat investor percaya bahwa peristiwa masa lalu sebenarnya dapat diprediksi. Setelah pasar saham jatuh, banyak investor mengatakan bahwa mereka sudah tahu tanda tandanya sebelumnya. Keyakinan ini membuat mereka overconfident terhadap kemampuan memprediksi masa depan. Fischhoff (1975) mendemonstrasikan bahwa orang secara sistematis melebih-lebihkan kemampuan prediksi mereka setelah mengetahui hasil yang terjadi. Dalam investasi, bias hindsight menyebabkan investor mengkritik keputusan masa lalu terlalu keras berdasarkan informasi yang tidak tersedia saat itu. Manajer investasi sering dinilai berdasarkan hasil ex post, bukan kualitas keputusan ex ante dengan informasi yang ada. Bias ini juga menjelaskan mengapa investor belajar terlalu lambat dari kesalahan karena mereka menganggap kesalahan sebenarnya dapat dihindari. Mereka mengabaikan elemen keberuntungan yang berperan besar dalam hasil investasi jangka pendek. Bias hindsight memperkuat ilusi kendali, yaitu keyakinan bahwa investor dapat mengendalikan hasil yang sebenarnya acak. Banyak investor yang secara aktif memperdagangkan saham merasa bahwa mereka memiliki kendali lebih besar dibanding mereka yang pasif. Kenyataannya, setelah biaya dan pajak, investor pasif rata-rata mengungguli investor aktif. Mengurangi bias hindsight memerlukan praktik dokumentasi keputusan sebelum hasil diketahui. Keputusan investasi yang baik harus didokumentasikan lengkap dengan alasan dan informasi yang tersedia saat itu. Evaluasi kinerja kemudian dapat dilakukan berdasarkan kualitas proses keputusan, bukan hanya hasil akhir (Darmawan, 2003).

Bias status quo menyebabkan investor cenderung mempertahankan alokasi portofolio yang sudah ada meskipun tidak optimal. Fenomena ini paling jelas terlihat dalam program pensiun di mana partisipan jarang mengubah alokasi awal mereka. Samuelson dan Zeckhauser (1988) menunjukkan bahwa karyawan cenderung tetap pada dana yang dipilih tahun pertama meskipun pilihan lain lebih menguntungkan. Bias status quo diperkuat oleh loss aversion karena mengubah alokasi berpotensi menimbulkan kerugian yang disadari. Investor takut menyesal jika perubahan alokasi ternyata menghasilkan kinerja lebih buruk. Mereka lebih memilih menanggung risiko tetap di posisi yang sudah dikenal daripada mengambil risiko yang tidak dikenal. Bias ini juga menjelaskan mengapa investor jarang melakukan rebalancing portofolio secara teratur. Seharusnya, rebalancing dilakukan untuk mengembalikan portofolio ke target alokasi yang diinginkan. Namun karena malas atau takut, investor membiarkan portofolio menyimpang semakin jauh dari target. Dalam program pensiun, default option memiliki kekuatan luar biasa karena bias status quo. Karyawan cenderung tetap pada opsi default yang ditetapkan perusahaan, baik itu re enrollment atau auto escalation. Thaler dan Sunstein (2008) menyebut pendekatan ini sebagai libertarian paternalism yang memanfaatkan bias status quo untuk kebaikan. Perusahaan dapat mendesain program pensiun dengan default yang menguntungkan karyawan, misalnya kontribusi otomatis. Investor individu dapat mengatasi bias status quo dengan menerapkan aturan otomatis seperti rebalancing berkala tanpa pengecualian.

Bias familiarity menyebabkan investor menempatkan proporsi terlalu besar pada aset yang mereka kenal, termasuk saham perusahaan tempat mereka bekerja. Investasi pada saham perusahaan sendiri menciptakan risiko yang tidak terdiversifikasi karena nasib karyawan tergantung pada satu perusahaan. Jika perusahaan bangkrut, karyawan kehilangan pekerjaan sekaligus tabungan pensiun mereka. Enron adalah contoh klasik dimana karyawan kehilangan segalanya karena terlalu banyak investasi pada saham perusahaan. Bias familiarity juga menjelaskan home bias internasional di mana investor terlalu banyak pada saham domestik. French dan Poterba (1991) menunjukkan bahwa investor Jepang, Inggris, dan Amerika Serikat semuanya memiliki home bias yang signifikan. Mereka mengalokasikan jauh lebih besar ke pasar domestik daripada porsi pasar domestik dalam portofolio global. Bias familiarity membuat investor melewatkan manfaat diversifikasi internasional yang dapat mengurangi risiko. Huberman (2001) menemukan bahwa investor lebih memilih saham perusahaan regional yang dekat dengan tempat tinggal mereka. Mereka lebih familiar dengan merek perusahaan regional meskipun informasi tentang perusahaan publik tersedia untuk semua. Bekerja dengan penasihat keuangan dapat memperparah bias familiarity karena penasihat merekomendasikan produk yang mereka kenal. Investor harus secara sadar melawan bias familiarity dengan mengekspos diri pada aset asing dan aset non tradisional. Diversifikasi global yang sistematis, misalnya melalui ETF indeks global, dapat mengurangi dampak bias ini. Penting untuk diingat bahwa familiaritas tidak sama dengan keamanan atau potensi keuntungan.

Bias naive diversification menyebabkan investor menyebarkan dana secara merata ke semua pilihan yang tersedia tanpa pertimbangan risiko. Dalam program pensiun dengan beberapa pilihan dana, peserta cenderung mengalokasikan $1/n$ dari kontribusi ke setiap dana. Benartzi dan Thaler (2001) menunjukkan bahwa perilaku $1/n$ ini terjadi meskipun pilihan dana sangat berbeda karakteristiknya. Investor tidak melakukan analisis korelasi antar dana atau mempertimbangkan profile risiko masing masing. Mereka hanya mengambil jalan pintas dengan membagi sama rata karena itu terasa adil. Naive diversification juga terjadi ketika investor memilih saham dari berbagai sektor tanpa memperhatikan risiko spesifik masing masing. Akibatnya, portofolio mungkin tidak efisien dalam arti Markowitz karena tidak mempertimbangkan kovarians antar aset. Naive diversification berbeda dari diversifikasi optimal yang didasarkan pada trade off antara risiko dan imbal hasil. Diversifikasi optimal akan memberikan bobot lebih besar pada aset dengan rasio Sharpe tinggi dan korelasi rendah. Namun menghitung portofolio optimal memerlukan data tentang expected return, variance, dan covariance yang sulit diperoleh. Naive diversification adalah solusi sederhana yang mengurangi risiko tanpa memerlukan perhitungan rumit. Meskipun tidak optimal, naive diversification masih lebih baik daripada tidak diversifikasi sama sekali. Investor yang tidak tahu harus mulai dari mana disarankan menggunakan target date fund yang melakukan diversifikasi profesional. Target date fund secara otomatis menyesuaikan alokasi aset seiring usia investor mendekati pensiun.

Bias overconfidence paling kuat pada investor laki laki dan investor dengan pengalaman yang tidak terlalu banyak. Barber dan Odean (2001) menganalisis data rekening dari 35.000 rumah tangga selama enam tahun. Mereka menemukan bahwa laki laki melakukan perdagangan 45 persen lebih banyak daripada perempuan. Tingkat perputaran tahunan untuk laki laki adalah 77 persen dibanding 53 persen untuk perempuan. Setelah dikurangi biaya transaksi, imbal hasil bersih laki laki lebih rendah 1.4 persen per tahun daripada perempuan. Perbedaan ini signifikan secara statistik dan ekonomi, menunjukkan biaya nyata dari overconfidence. Overconfidence juga lebih tinggi pada investor dengan frekuensi trading tinggi yang menganggap diri mereka ahli. Mereka mengabaikan fakta bahwa setelah biaya, sebagian besar trader tidak mengalahkan indeks pasar. Pada periode ketika teknologi internet trading berkembang pesat, volume perdagangan ritel meningkat drastis. Investor yang mulai trading online cenderung melakukan lebih banyak transaksi dan mendapatkan imbal hasil lebih rendah. Overconfidence dapat dikurangi melalui umpan balik yang jelas dan cepat tentang kinerja keputusan. Namun di pasar keuangan, umpan balik sering datang dengan jeda waktu dan dipengaruhi banyak faktor. Sulit membedakan apakah keuntungan disebabkan kemampuan atau keberuntungan dalam periode pendek. Edukasi keuangan yang baik harus mencakup pelajaran tentang batasan kemampuan prediksi manusia. Investor harus diajarkan bahwa hasil terbaik sering diperoleh dengan melakukan lebih sedikit keputusan aktif.

Intervensi untuk mengurangi bias dalam pengambilan keputusan investasi dapat bersifat individual atau sistemik. Pada tingkat individual, kesadaran akan bias merupakan langkah pertama yang penting tetapi tidak cukup. Orang sering tetap bias meskipun sudah tahu tentang bias karena informasi saja tidak mengubah perilaku otomatis (Iskandar & Darmawan, 2003). Strategi rule based seperti menetapkan aturan jual otomatis jika saham turun 15 persen dapat membantu. Aturan ini menghilangkan kebutuhan keputusan diskresioner yang rentan terhadap bias emosi. Investor juga dapat menggunakan checklist keputusan yang memaksa pertimbangan bukti kontra sebelum membeli. Pada tingkat sistemik, desain platform perdagangan dapat mengurangi godaan untuk melakukan trading berlebihan. Menghilangkan tampilan harga real time atau menambah friction pada proses order dapat mengurangi frekuensi trading. Program pensiun yang menggunakan automatic enrollment dan automatic escalation memanfaatkan bias status quo untuk kebaikan. Karyawan secara otomatis masuk ke program pensiun dengan kontribusi meningkat setiap tahun kecuali memilih keluar. Thaler dan Benartzi (2004) merancang program Save More Tomorrow yang sangat sukses meningkatkan tabungan pensiun. Program ini meminta komitmen masa depan untuk menyisihkan sebagian kenaikan gaji ke tabungan pensiun. Investor juga dapat menggunakan nudge seperti pengaturan default pada portofolio indeks berbiaya rendah. Pendekatan ini mengakui bahwa manusia tidak sempurna dan merancang environment yang membantu keputusan lebih baik.

PENUTUP

Heuristik dan bias kognitif mempengaruhi pengambilan keputusan investasi secara sistematis dan dapat diprediksi. Tiga heuristik utama yaitu representativeness, availability, dan anchoring menghasilkan bias seperti reaksi berlebihan, overconfidence, disposition effect, dan mental accounting. Prospect theory memberikan kerangka teoritis untuk memahami fenomena loss aversion dan reference dependence yang menjelaskan banyak anomali perilaku investor. Overconfidence menyebabkan perdagangan berlebihan yang mengurangi imbal hasil bersih, terutama pada investor laki laki. Bias familiarity dan status quo mendorong underdiversifikasi dan keengganan mengubah alokasi portofolio meskipun tidak optimal. Kesadaran akan bias saja tidak cukup untuk mengubah perilaku karena sifat otomatis dari proses pengambilan keputusan. Intervensi sistemik seperti aturan otomatis, desain default yang baik, dan nudge terbukti lebih efektif daripada edukasi semata dalam meningkatkan kualitas keputusan investasi.

Implikasi teoretis dari penelitian ini adalah perlunya integrasi yang lebih erat antara psikologi kognitif dan teori keuangan dalam menjelaskan perilaku investor. Model keuangan tradisional yang mengasumsikan rasionalitas sempurna perlu diperkaya dengan asumsi yang lebih realistis tentang keterbatasan kognitif manusia. Para peneliti selanjutnya dapat menguji efektivitas berbagai intervensi de biasing di lapangan menggunakan desain eksperimen alami. Bagi investor individu, rekomendasi praktis adalah menerapkan aturan otomatis untuk rebalancing berkala dan menghindari melihat portofolio terlalu sering. Penggunaan dana indeks berbiaya rendah dan target date fund mengurangi godaan untuk melakukan market timing yang merugikan. Bagi perancang kebijakan pensiun, disarankan menerapkan default enrollment dengan kontribusi otomatis meningkat setiap tahun. Platform perdagangan online sebaiknya mengurangi tampilan data real time yang memicu trading emosional. Edukasi keuangan perlu memasukkan latihan deteksi bias dan pembuatan checklist keputusan untuk mengurangi dampak heuristik.

DAFTAR PUSTAKA

- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barberis, N., & Shleifer, A. (2003). Style investing. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 161-199.
- Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2001). Naive diversification strategies in defined contribution saving plans. *American Economic Review*, 91(1), 79-98.

- Darmawan, D. (2003). *Teori pengambilan keputusan*. Universitas Atmajaya.
- Darmawan, D. (2009). *Pengantar bisnis*. Spektrum Nusa Press.
- Darmawan, D. (2010). *Manajemen pemasaran*. IntiPresindo Pustaka.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Denzin, N. K., & Lincoln, Y. S. (2005). *The Sage handbook of qualitative research* (3rd ed.). Sage Publications.
- Ferrinadewi, E., & Darmawan, D. (2004). *Perilaku konsumen: Analisis model keputusan*. Universitas Atma Jaya.
- Fischhoff, B. (1975). Hindsight is not equal to foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1(3), 288-299.
- French, K. R., & Poterba, J. M. (1991). Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81(2), 222-226.
- Griffin, D. W., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, 24(3), 411-435.
- Huberman, G. (2001). Familiarity breeds investment. *Review of Financial Studies*, 14(3), 659-680.
- Iskandar, M., & Darmawan, D. (2003). *Strategi pemasaran*. IntiPresindo Pustaka.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Khasanah, H., Arum, S., & Darmawan, D. (2010). *Pengantar manajemen bisnis*. Spektrum Nusa Press.
- Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic inquiry*. Sage Publications.
- Loewenstein, G. F. (2000). Emotions in economic theory and economic behavior. *American Economic Review*, 90(2), 426-432.
- Loewenstein, G. F., Weber, E. U., Hsee, C. K., & Welch, N. (2001). Risk as feelings. *Psychological Bulletin*, 127(2), 267-286.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook* (2nd ed.). Sage Publications.
- Northcraft, G. B., & Neale, M. A. (1987). Experts, amateurs, and real estate: An anchoring and adjustment perspective on property pricing decisions. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39(1), 84-97.
- Odean, T. (1999). Do investors trade too much? *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.

- Patton, M. Q. (2002). *Qualitative research and evaluation methods* (3rd ed.). Sage Publications.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Shapira, Z. (2008). The shape of failure: How managers become prisoners of their own beliefs. In A. S. (Ed.), *Behavioral finance and decision making* (pp. 45-67). Routledge.
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 40(3), 777-790.
- Shiller, R. J. (2005). *Irrational exuberance* (2nd ed.). Princeton University Press.
- Simon, H. A. (1957). *Models of man: Social and rational*. John Wiley & Sons.
- Slovic, P. (1972). From Shakespeare to Simon: Speculations and some evidence about man's ability to process information. *Oregon Research Institute Research Bulletin*, 12(3), 1-21.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1998). *Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory* (2nd ed.). Sage Publications.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, R. H. (2005). *Advances in behavioral finance* (Vol. 2). Princeton University Press.
- Thaler, R. H., & Benartzi, S. (2004). Save More Tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving. *Journal of Political Economy*, 112(S1), S164-S187.
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Wason, P. C. (1960). On the failure to eliminate hypotheses in a conceptual task. *Quarterly Journal of Experimental Psychology*, 12(3), 129-140.