

Bias perilaku dan persepsi risiko dalam pembuatan keputusan investasi: Peran moderasi literasi keuangan

Andronius Purnomo*

Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya
Jalan Raya Kalirungkut, Surabaya, Jawa Timur, 60293, Indonesia
andronius03@gmail.com

Werner Ria Murhadi

Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya
Jalan Raya Kalirungkut, Surabaya, Jawa Timur, 60293, Indonesia
werner@staff.ubaya.ac.id

Liliana Inggrit Wijaya

Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya
Jalan Raya Kalirungkut, Surabaya, Jawa Timur, 60293, Indonesia
liliana@staff.ubaya.ac.id

*Penulis Korespondensi

Submitted: Nov 8, 2024; Reviewed: Nov 19, 2024; Accepted: Jan 31, 2025

Abstrak: Behavioral finance menjelaskan bahwa investor sering kali menghadapi kesalahan dalam pembuatan keputusan investasi akibat bias kognitif dan emosional, yang pada akhirnya menghasilkan hasil investasi yang kurang optimal. Bias-bias ini secara alami sulit dihindari dan sangat memengaruhi cara keputusan dibuat. Pikiran manusia cenderung menggunakan jalan pintas dan interpretasi emosional saat memproses informasi, yang menyebabkan penilaian yang keliru. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengevaluasi pengaruh disposition effect, perilaku herding, overconfidence, dan persepsi risiko terhadap keputusan investasi, sekaligus meneliti peran moderasi literasi keuangan. Dengan menggunakan teknik sampling non-probabilitas, studi ini melibatkan 165 orang responden dan menerapkan structural equation modeling (SEM) yang dianalisis melalui SPSS AMOS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa disposition effect, perilaku herding, overconfidence, dan persepsi risiko memiliki dampak signifikan terhadap keputusan investasi, sementara literasi keuangan tidak secara signifikan memoderasi pengaruh faktor-faktor tersebut dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Kata kunci: efek disposisi; herding; kepercayaan berlebih; literasi keuangan; persepsi risiko

How to cite: Purnomo, A., Murhadi, W. R., & Wijaya, L. I. (2025). Bias perilaku dan persepsi risiko dalam pembuatan keputusan investasi: Peran moderasi literasi keuangan. *Jurnal Manajemen Maranatha*, 24(2), 145-162. <https://doi.org/10.28932/jmm.v24i2.10288>

© 2025 The Authors.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.



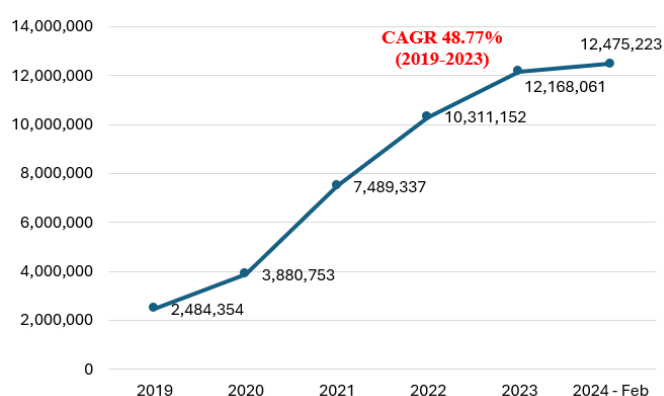
Behavioral bias and risk perception in investment decision making: The moderating role of financial literacy

Abstract: Behavioral finance highlights that investors frequently encounter errors in making investment decisions due to cognitive and emotional biases, leading to less-than-optimal investment outcomes. These biases are inherently challenging to overcome and significantly shape how decisions are made. The human brain often relies on shortcuts and emotional interpretations when processing information, resulting in flawed judgments. This research seeks to analyze and assess the impact of the disposition effect, herding behavior, overconfidence, and risk perception on investment decisions, while also investigating the moderating influence of financial literacy. Utilizing a non-probability sampling technique, the study involves 165 respondents and applies structural equation modeling (SEM) analyzed through SPSS AMOS. The results reveal that disposition effect, herding behavior, overconfidence, and risk perception have a substantial impact on investment decisions, whereas financial literacy does not notably moderate their effects on the decision-making process.

Keywords: disposition effect; financial literacy; herding; overconfidence; risk perception

PENDAHULUAN

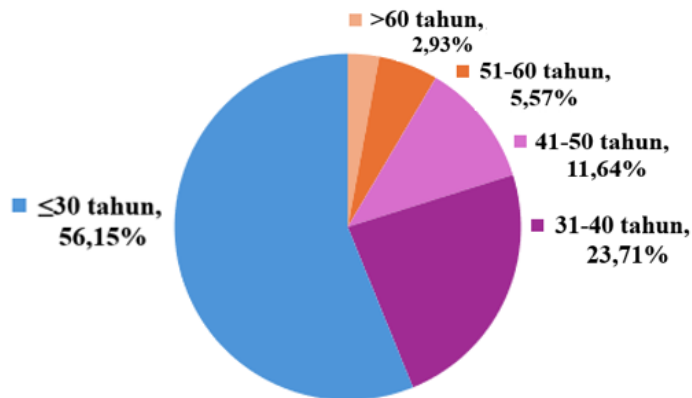
Sudah menjadi keinginan umum untuk memperoleh dan mencapai kestabilan dalam hal keuangan. Salah satu cara untuk memperoleh dan mewujudkan kestabilan keuangan tersebut adalah dengan memulai untuk melakukan investasi pada berbagai macam instrumen. Investasi adalah kegiatan ekonomi untuk mempersiapkan kebutuhan beragam dengan menggunakan dana yang dimiliki (Beatrice et al., 2021). Di dalam pasar modal, investor dapat melakukan kegiatan investasi dengan membeli atau menjual aset dengan harapan mendapatkan keuntungan dari perubahan harga pasar. Dalam kurun waktu lima tahun terakhir (2019-2023), terdapat lonjakan pertumbuhan investor Indonesia yang cukup besar; hal ini menunjukkan adanya peningkatan kesadaran masyarakat untuk melakukan aktivitas investasi di pasar modal Indonesia serta upaya memperdalam wawasan dalam bidang keuangan. Meningkatnya jumlah investor pasar modal di Indonesia dapat memberikan dampak positif bagi negara dan perusahaan, seperti meningkatkan pendapatan negara melalui pajak transaksi, membantu roda perekonomian negara, membantu perusahaan-perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan, serta melakukan ekspansi dengan lebih cepat. Gambar 1 menunjukkan jumlah pelaku investasi di pasar modal Indonesia pada tahun 2019-2024 bulan Februari.



Gambar 1. Jumlah pelaku investasi pasar modal Indonesia
Sumber: PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (2024)

Berdasarkan data pada Gambar 1, bisa dilihat bahwa terdapat lonjakan pertumbuhan yang sangat signifikan dimulai pada tahun 2020 dan 2021, yakni sebesar 56% dan 93%. Lonjakan pertumbuhan ini terjadi saat pandemi Covid-19 yang menyebabkan anjloknya harga saham, sehingga membuat saham menjadi alternatif investasi yang cukup menarik di mata masyarakat. Pertumbuhan jumlah investor ini

tersebut terus berlanjut hingga saat ini, uniknya demografi investor pasar modal Indonesia didominasi oleh investor yang berusia ≤ 30 tahun atau biasanya disebut sebagai generasi Z. Berdasarkan data, investor, generasi Z mendominasi sebesar 56,15% dari total keseluruhan investor. Hal ini menjadi menarik karena karakteristik dan perilaku yang berbeda-beda berbagai macam generasi, terutama dalam pembuatan keputusan keuangan yang sering kali dipengaruhi oleh faktor emosional, sosial, dan kognitif. Gambar 2 menunjukkan demografi usia investor di pasar modal Indonesia.



Gambar 2. Demografi usia investor pasar modal Indonesia
Sumber: PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (2024)

Teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) mengungkapkan jika seorang investor akan berperilaku rasional ketika melakukan pembuatan keputusan investasinya (Fama, 1970). Teori EMH tidak sepenuhnya berlaku pada pasar modal. Keputusan investasi dapat dipengaruhi oleh banyak macam faktor, salah satunya adalah *behavioral finance* (Beatrice et al., 2021). Teori *behavioral finance* menyatakan bahwa investor menunjukkan perilaku yang tidak rasional di pasar (Parveen et al., 2020). *Behavioral finance* merupakan sebuah topik yang menarik dikarenakan dapat membantu untuk memahami mengapa seseorang dapat membuat keputusan keuangan tertentu, bahkan jika keputusan tersebut tidak selalu rasional dari sudut pandang tradisional ekonomi.

Behavioral finance merupakan penerapan ilmu psikologi dalam ilmu keuangan (Pompian, 2011). *Behavioral finance* juga dapat didefinisikan secara abstrak seperti kesalahan dalam penilaian sistematis. Dalam situasi yang tidak pasti, keputusan manusia akan secara sistematis menyimpang dari standar keputusan teori ekonomi. Dalam melakukan penilaian, manusia mungkin mengambil jalan pintas heuristik yang menyimpang dari prinsip dasar probabilitas (Tversky & Kahneman, 1974). Menurut Pompian (2011), jenis bias dapat dikategorikan menjadi dua, yakni *cognitive bias* dan *emotional bias*. *Emotional bias* merupakan penyimpangan karena adanya emosi, sehingga berfokus pada perasaan daripada fakta dalam pengambilan keputusan (Pompian, 2011). *Cognitive bias* merupakan penyimpangan dari rasionalitas dalam penilaian yang dapat menyebabkan distorsi, penilaian yang tidak akurat, dan interpretasi yang tidak logis (Pompian, 2011).

Investment decision adalah keputusan seseorang dalam mengalokasikan asetnya ke dalam instrumen keuangan yang produktif untuk menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi di waktu mendatang (Brigham & Houston, 2021). Tingginya minat investor terhadap investasi akan memengaruhi keputusan investasi yang akan dibuat. Keputusan seorang investor dipengaruhi oleh beragam faktor, seperti aspek demografis, kondisi ekonomi, latar belakang sosial, *gender*, serta rentang usia (Hayat, 2016).

Disposition effect mengacu pada kecenderungan investor untuk segera menjual saham yang berkinerja baik dan cenderung mempertahankan saham yang berkinerja buruk terlalu lama (Shefrin & Statman, 1985). Berdasarkan penelitian Candraningrat & Sakir (2019); Prasetyo et al. (2023), *disposition effect* berpengaruh positif terhadap *investment decision making*. Investor lebih suka merealisasi keuntungan yang lebih kecil daripada mendapatkan kerugian (Shefrin & Statman, 1985). Beberapa penelitian terdahulu juga menyatakan hal yang serupa (Ahmed et al., 2022; Atif Sattar et al., 2020; Falah & Haryono, 2023). Investor sering kali merasa puas dengan keuntungan kecil yang direalisasikan dengan cepat dan investor cenderung menunggu hingga harga saham kembali naik

(Ahmed et al., 2022). Oleh karena itu, *disposition effect* memberikan pengaruh positif terhadap *investment decision making*.

H1: Diduga *disposition effect* berpengaruh positif terhadap *investment decision making*.

Herding didefinisikan sebagai perilaku psikologis investor yang mengesampingkan keyakinan pribadi mereka dan lebih mempercayai pendapat orang lain, tanpa mempertimbangkan hasil masa depan (Devenow & Welch, 1996). Berdasarkan penelitian Butt et al. (2023); Firmansyah (2023), *herding* berpengaruh positif terhadap *investment decision making*. Di saat pasar bergejolak, banyak investor menjadi panik dan akan mengikuti langkah investor lain yang dianggap lebih berpengalaman (Hayat, 2016). Untuk mengurangi risiko, investor sering kali bergantung pada keputusan dari orang lain dalam membuat keputusan investasi (Bakar & Yi, 2016). Beberapa penelitian terdahulu juga menyatakan hal yang serupa (Adil et al., 2022; Candraningrat & Sakir, 2019; Falah & Haryono, 2023). Ketika investor tidak memiliki informasi yang jelas dan akurat, mereka akan meniru pengambilan keputusan investasi investor lain (Salvatore & Esra, 2020). Seseorang yang mengalami bias ini cenderung mencari nasihat dari pialang dan teman-temannya untuk membuat keputusan investasi (Sutejo et al., 2023). Oleh karena itu, *herding* memberikan pengaruh positif terhadap *investment decision making*.

H2: Diduga *herding* berpengaruh positif terhadap *investment decision making*.

Overconfidence merupakan kecenderungan individu untuk menganggap terlalu tinggi kemampuan kognitifnya dan keakuratan informasi yang dimilikinya (De Bondt & Thaler, 1995). Berdasarkan penelitian Butt et al. (2023); Firmansyah (2023); Prasetyo et al. (2023), *overconfidence* berpengaruh positif terhadap *investment decision making*. *Overconfidence* yang tinggi dapat mendorong investor untuk mengabaikan prinsip-prinsip investasi rasional, seperti menghindari risiko berlebihan dan mencari keuntungan yang stabil (Ahmad & Shah, 2022). Beberapa penelitian terdahulu juga menyatakan hal yang serupa (Budiarto & Susanti, 2017; Adil et al., 2022; Mahmood et al., 2024). Investor yang memiliki tingkat kepercayaan diri berlebih cenderung melakukan transaksi dengan volume tinggi (Ahmad, 2020). Oleh karena itu, *overconfidence* memberikan pengaruh positif terhadap *investment decision making*.

H3: Diduga *overconfidence* berpengaruh positif terhadap *investment decision making*.

Risk perception adalah keyakinan yang dimiliki oleh individu, kelompok, atau masyarakat tentang kemungkinan terjadinya suatu risiko (Areiqat et al., 2019). Penelitian Nur Aini & Lutfi (2019) menemukan bahwa *risk perception* signifikan negatif berpengaruh terhadap *investment decision making*. Persepsi seseorang tentang risiko lebih tinggi membuat mereka lebih cenderung menghindari investasi dalam aset berisiko tinggi dan lebih memilih aset berisiko rendah (Pandia, 2023). Sebaliknya, investor yang memiliki persepsi risiko rendah cenderung memilih dan melakukan investasi dalam saham berisiko tinggi (Aren & Zengin, 2016). Penelitian terdahulu juga menyatakan hal yang serupa (Pandia, 2023; Ullah et al., 2023). Persepsi risiko yang berlebihan dapat membuat investor menjadi terlalu konservatif dan menghindari semua bentuk risiko. Menurut Javed et al. (2017), investor tipe *risk averse* cenderung memilih investasi yang lebih aman untuk melindungi modal mereka dari kerugian besar. Oleh karena itu, *risk perception* memberikan pengaruh negatif terhadap *investment decision making*.

H4: Diduga *risk perception* berpengaruh negatif terhadap *investment decision making*.

Financial literacy merupakan kemampuan seseorang dalam memahami dan membuat keputusan terkait masalah keuangan sehari-hari, seperti anggaran, instrumen investasi, dan rencana pensiun, dan lain-lain (Aren & Nayman Hamamci, 2020). Pemahaman literasi keuangan memungkinkan investor untuk mengoptimalkan pengelolaan sumber daya keuangan mereka secara lebih efisien. Investor dengan pemahaman keuangan yang rendah cenderung membuat keputusan investasi yang tidak rasional dan tidak menguntungkan (Ahmed et al., 2022). Investor yang mempunyai pemahaman keuangan mampu mengabaikan bias perilaku dan membuat keputusan keuangan yang rasional (Son & Park, 2019).

Penelitian Prasetyo et al. (2023) mengatakan bahwa *financial literacy* memperkuat hubungan *disposition effect* terhadap *investment decision making*. Investor dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi cenderung menunjukkan efek disposisi ketika membuat keputusan investasi (Adil et al., 2022). Beberapa penelitian terdahulu juga menyatakan hal serupa (Adil et al., 2022; Khan et al., 2023). Dalam proses pengambilan keputusan investasi, investor dengan literasi keuangan yang baik cenderung lebih mengutamakan penggunaan data dan analisis kuantitatif sebagai dasar pertimbangan. Oleh karena itu, *financial literacy* dapat memperkuat hubungan *disposition effect* terhadap *investment decision making*.

H5: Diduga *financial literacy* memperkuat pengaruh *disposition effect* terhadap *investment decision making*.

Penelitian Butt et al. (2023); Prasetyo et al. (2023) menemukan bahwa *financial literacy* memperlemah hubungan *herding* terhadap *investment decision making*. Investor dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi lebih cenderung membuat keputusan investasi berdasarkan logika dan pertimbangan rasional, sehingga akan meminimalisir perilaku *herding* (Khalid et al., 2018). Investor dengan pemahaman keuangan yang kuat biasanya memiliki kemampuan analisis yang lebih unggul, sehingga mampu untuk melakukan analisis secara mandiri (Wardani & Lestari, 2020). Oleh karena itu, *financial literacy* dapat memperlemah hubungan *herding* terhadap *investment decision making*.

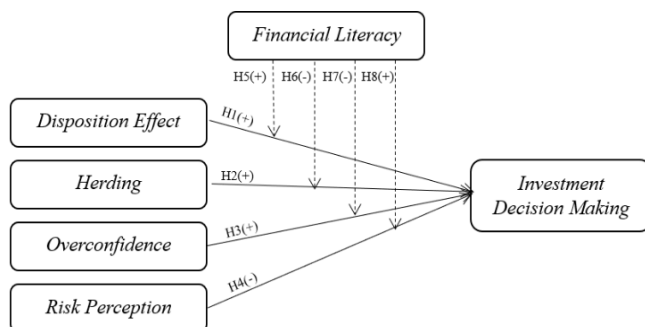
H6: Diduga *financial literacy* memperlemah pengaruh *herding* terhadap *investment decision making*.

Penelitian Prasetyo et al. (2023) mengatakan *financial literacy* memperlemah hubungan *overconfidence* terhadap *investment decision making*. Literasi keuangan dapat memungkinkan pengambilan keputusan keuangan yang lebih rasional (Marriott & Mellett, 1996). Penelitian terdahulu juga menyatakan hal yang serupa (Poudel et al., 2024; Prasetyo et al., 2023). Pemahaman keuangan yang lebih tinggi dapat membantu seseorang menyadari batasan dirinya, sehingga mengurangi efek dari *overconfidence*. Investor dengan literasi keuangan yang tinggi akan menjadi kurang percaya diri, meminimalkan risiko, dan bersikap lebih rasional (Ahmad & Shah, 2022). Oleh karena itu, *financial literacy* dapat memperlemah hubungan *overconfidence* terhadap *investment decision making*.

H7: Diduga *financial literacy* memperlemah pengaruh *overconfidence* terhadap *investment decision making*.

Penelitian Asri et al. (2024) menemukan bahwa *financial literacy* dapat memperkuat *risk perception* terhadap *investment decision making*. Literasi keuangan membantu investor memahami konsep serta pertimbangan antara *risk* dan *return* (Lusardi & Tufano, 2015). Penelitian (Bibi et al., 2023) menemukan hal yang serupa bahwa *financial literacy* dapat memperkuat *risk perception* terhadap *investment decision making*. Tingginya tingkat literasi keuangan akan membuat keputusan investasi menjadi lebih optimal (Ahmad & Shah, 2022). Investor dengan literasi keuangan yang baik dapat mengevaluasi risiko secara lebih komprehensif. Oleh karena itu, *financial literacy* dapat memperkuat hubungan *risk perception* terhadap *investment decision making*.

H8: Diduga *financial literacy* memperkuat pengaruh *risk perception* terhadap *investment decision making*.



Gambar 3. Model bagan penelitian

Sumber: Kajian literatur peneliti (2024)

METODE

Penelitian ini mengandalkan data primer yang dikumpulkan melalui distribusi kuesioner langsung kepada sumber yang relevan. Pada penelitian ini, data dikumpulkan dalam periode waktu yang sama, sehingga jenis data primer yang digunakan adalah *cross sectional*. Penelitian ini menerapkan teknik sampling non-probabilitas sebagai metode pengambilan sampel. Kriteria pemilihan sampel meliputi investor merupakan warga negara Indonesia (WNI), investor berusia minimal 17 tahun, dan investor yang secara aktif bertransaksi saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam kurun waktu satu tahun terakhir. Penelitian ini menentukan jumlah minimum sampel yang dibutuhkan dengan mengacu pada formula Lameshow dengan (α) sebesar 5% berdasarkan tingkat kepercayaan sebesar 95% dan maksimal estimasi (p) sebesar 8%.

$$n = \frac{Z_{\alpha}^2 \times p(1-p)}{d^2} = \frac{1,96^2 \times 0,08(1-0,08)}{0,05^2} = 113,096704 \approx 113$$

Penelitian ini menggunakan 165 orang responden sebagai sampelnya. Kuesioner yang disebarakan menggunakan *Likert scale* untuk menentukan sejauh mana responden memberikan pendapat mereka pada skala yang telah ditentukan. Responden dapat memberikan penilaian untuk setiap pernyataan pada skala 1-5, mulai dari sangat tidak setuju (STS) hingga sangat setuju (SS). Kuesioner ini terdiri dari 5 pertanyaan pertama yang bertujuan untuk menggali informasi tentang responden, meliputi jenis kelamin, usia, tingkat pendidikan terakhir, pendapatan bulanan rata-rata, dan durasi pengalaman dalam berinvestasi, lalu juga terdapat 30 *items* pernyataan untuk mengukur variabel yang digunakan dalam penelitian. Metode analisis data yang digunakan adalah *structural equation modeling* (SEM) yang dibantu dengan *software* SPSS AMOS. Pada penelitian ini, variabel *investment decision making* menggunakan indikator dari suatu tim periset (Khan et al., 2017), variabel *disposition effect* menggunakan indikator dari suatu tim periset (Altaf & Jan, 2023), *herding* menggunakan indikator dari seorang periset (Lin, 2011), *overconfidence* menggunakan indikator dari seorang periset (Lin, 2011), *risk perception* menggunakan indikator dari suatu tim periset (Hossain & Siddiqua, 2024), dan *financial literacy* menggunakan indikator dari suatu tim periset (Mohta & Shunmugasundaram, 2024).

Tabel 1. Variabel penelitian

Variabel	Kode indikator	Indikator
<i>Investment decision making</i>	IDM1	Dengan peluang investasi yang tersedia, saya lebih memilih berinvestasi di saham daripada obligasi pendapatan tetap.
	IDM2	Saya membuat keputusan membeli saham berdasarkan informasi historis saham, seperti pengembalian historis, harga tertinggi atau terendah dalam sejarah, dan lain-lain.
	IDM3	Keputusan saya untuk membeli saham didasarkan pada fundamental perusahaan, seperti pembayaran dividen, arus kas, dan pertumbuhan pendapatan, dan lain-lain.
	IDM4	Saya cenderung membeli saham yang memiliki volume perdagangan tinggi.
	IDM5	Saya lebih suka berinvestasi pada saham yang sering diiklankan atau disebutkan di berita.
	IDM6	Saya cenderung membeli saham yang baru-baru ini mengungguli pasar.
<i>Disposition effect</i>	IDM7	Saya akan membeli saham yang kinerjanya buruk di masa lalu karena saya mengharapkan saham tersebut akan pulih di masa depan.
	DE1	Saya sering enggan untuk merealisasi kerugian.
	DE2	Saya lebih suka menjual saham yang harganya baru-baru ini meningkat.
<i>Herding</i>	DE3	Saya menjual saham yang menguntungkan karena saya takut harga saham akan turun lagi.
	H1	Saya akan berinvestasi saham berdasarkan rekomendasi teman saya.
	H2	Saya akan membeli saham yang harganya telah naik dalam suatu periode.
	H3	Saya akan membeli saham yang sama seperti teman-teman saya.
<i>Overconfidence</i>	H4	Saya akan mengikuti informasi pasar untuk membeli atau menjual saham.
	OC1	Saya yakin bahwa saya bisa membuat keputusan investasi yang tepat.
	OC2	Saya percaya bahwa saya bisa memahami tren masa depan untuk investasi saya.
	OC3	Saya rasa tren pasar sering sejalan dengan pandangan saya.
<i>Risk perception</i>	OC4	Saya selalu mengaitkan keuntungan investasi saya dengan keberhasilan strategi investasi saya.
	RP1	Saya umumnya tidak takut untuk mengambil keuntungan dari saham yang sudah pasti menguntungkan.
	RP2	Saya berhati-hati terhadap saham yang menunjukkan fluktuasi harga atau transaksi yang tidak terduga.

<i>Financial literacy</i>	RP3	Saya umumnya khawatir berinvestasi pada saham yang memiliki riwayat kinerja buruk dalam perdagangan.
	RP4	Saya tidak menganggap ide berdagang di pasar saham menarik.
	FL1	Bunga majemuk pada tabungan/investasi lebih menguntungkan daripada bunga sederhana.
	FL2	Daya beli uang menurun disebabkan oleh inflasi.
	FL3	Uang saat ini lebih berharga dibandingkan jumlah yang sama di masa depan.
	FL4	Fungsi utama pasar saham adalah mempertemukan orang yang ingin membeli saham dengan mereka yang ingin menjual saham.
	FL5	Perusahaan reksadana menginvestasikan dana di beberapa aset (contohnya saham dan obligasi).
	FL6	Jika suku bunga turun, harga obligasi naik.
	FL7	Penting untuk berinvestasi di berbagai jenis aset untuk mengurangi risiko kehilangan uang.
	FL8	Biasanya, saham memiliki risiko lebih tinggi daripada obligasi.

Sumber: Kajian literatur peneliti (2024)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Tabel 2. Data demografis responden

Kategori	Kriteria	Frekuensi	Persentase
Jenis kelamin	Pria	104	63,0%
	Wanita	61	37,0%
Usia	17-26 tahun	67	40,6%
	>26-36 tahun	52	31,5%
	>36-46 tahun	22	13,3%
	>46-56 tahun	13	7,9%
	>56 tahun	11	6,7%
Tingkat pendidikan terakhir	SMA/ sederajat	16	9,7%
	Diploma	31	18,8%
	S1	97	58,8%
	S2/ lebih tinggi	21	12,7%
Tingkat pendapatan	<Rp4.500.000	86	52,1%
	Rp4.500.000-Rp9.000.000	58	35,2%
	>Rp9.000.000	21	12,7%
Pengalaman investasi	<1 tahun	19	11,5%
	1-3 tahun	71	43,1%
	>3-6 tahun	57	34,5%
	>6 tahun	18	10,9%

Sumber: Hasil pengolahan SPSS (2024)

Tabel 2 menjelaskan data demografis responden. Berdasarkan data jenis kelamin, diketahui bahwa responden pria berjumlah 63,0%, setara dengan 104 orang, sedangkan responden wanita berjumlah 37,0%, setara dengan 61 orang. Ini mengindikasikan bahwa jumlah responden pria lebih dominan dibandingkan dengan responden wanita. Responden berusia 17-26 tahun mencakup 40,6% atau 67 orang responden. Berdasarkan data usia, responden berusia >26-36 tahun mencakup 31,5% atau 52 orang responden. Selanjutnya, responden berusia >36-46 tahun mencapai 13,3% atau 22 orang responden, dan responden berusia >46-56 tahun mencakup 7,9% atau 13 orang responden. Terakhir, responden dengan usia >56 tahun terdiri dari 6,7% atau 11 orang responden. Berdasarkan data ini, dapat disimpulkan bahwa responden dengan usia 17-26 tahun dan >26-36 tahun merupakan kelompok terbesar, masing-masing sebanyak 67 dan 52 orang responden, dibandingkan dengan kategori usia

lainnya. Berdasarkan data mengenai pendidikan terakhir, responden dengan tingkat pendidikan terakhir SMA/Sederajat berjumlah 9,7% atau 16 orang responden. Responden dengan pendidikan terakhir Diploma berjumlah 18,8% atau 31 orang responden, sementara responden dengan pendidikan terakhir S1 mencapai 58,8% atau 97 orang responden. Responden dengan pendidikan S2/lebih tinggi berjumlah 12,7% atau 21 orang responden. Berdasarkan data ini, dapat disimpulkan bahwa responden dengan tingkat pendidikan terakhir S1 dan Diploma merupakan kelompok terbanyak, masing-masing sebanyak 97 dan 31 orang responden, dibandingkan dengan kategori tingkat pendidikan lainnya. Berdasarkan data kategori tingkat pendapatan, diketahui bahwa 52,1% responden atau 86 orang memiliki pendapatan <Rp4.500.000. Responden dengan pendapatan Rp4.500.000-Rp9.000.000 berjumlah 35,2% atau 58 orang, sedangkan responden dengan pendapatan lebih dari Rp9.000.000 mencapai 12,7% atau 21 orang. Dapat disimpulkan bahwa sebagian besar responden memiliki pendapatan <Rp4.500.000, dengan total 86 orang responden. Berdasarkan data pengalaman investasi, responden dengan pengalaman investasi <1 tahun berjumlah 11,5% atau 19 orang. Responden dengan pengalaman investasi 1-3 tahun mencakup 43,1% atau 71 orang, sementara responden dengan pengalaman investasi lebih dari 3-6 tahun mencapai 34,5% atau 57 orang. Responden dengan pengalaman investasi lebih dari 6 tahun berjumlah 10,9% atau 18 orang. Berdasarkan data ini, dapat dibuat kesimpulan bahwa mayoritas responden memiliki pengalaman investasi 1-3 tahun dan lebih dari 3-6 tahun, masing-masing sebanyak 71 dan 57 orang responden.

Tabel 3. Hasil uji analisis statistik deskriptif

Variabel	Mean	SD
<i>Investment decision making</i>	4,15	0,913
<i>Disposition effect</i>	4,13	0,956
<i>Herding</i>	4,16	0,920
<i>Overconfidence</i>	4,12	0,915
<i>Risk perception</i>	4,09	0,872
<i>Financial literacy</i>	4,14	0,922

Sumber: Hasil pengolahan SPSS (2024)

Berdasarkan data pada Tabel 3, nilai *mean* tertinggi ditunjukkan oleh variabel *herding* dengan 4,16. Selanjutnya adalah variabel *investment decision making* dengan 4,15. Selanjutnya variabel *financial literacy* dengan 4,14. Selanjutnya variabel *disposition effect* dengan 4,13. Selanjutnya *overconfidence* dengan 4,12. Selanjutnya variabel *risk perception* dengan 4,09.

Dalam penelitian ini, uji validitas dan reliabilitas dilaksanakan dengan memanfaatkan *software* SPSS AMOS. Uji validitas bertujuan untuk mengevaluasi kelayakan dan kemampuan setiap *item* pernyataan dalam menggambarkan variabel secara akurat dan tepat (Hair et al., 2014). Sebuah instrumen dianggap valid jika nilai *standardized loading factor* (SLF) setiap indikator $\geq 0,5$ dan nilai *average variance extracted* (AVE) $\geq 0,5$. Berikut adalah hasil uji validitas dari 40 orang responden. Reliabilitas instrumen diukur melalui nilai *construct reliability* (CR). Sebuah instrumen dianggap reliabel jika nilai $CR \geq 0,7$ (Ghozali, 2017), yang menunjukkan bahwa indikator-indikator dalam konstruk tersebut secara konsisten dapat mengukur variabel yang dimaksud.

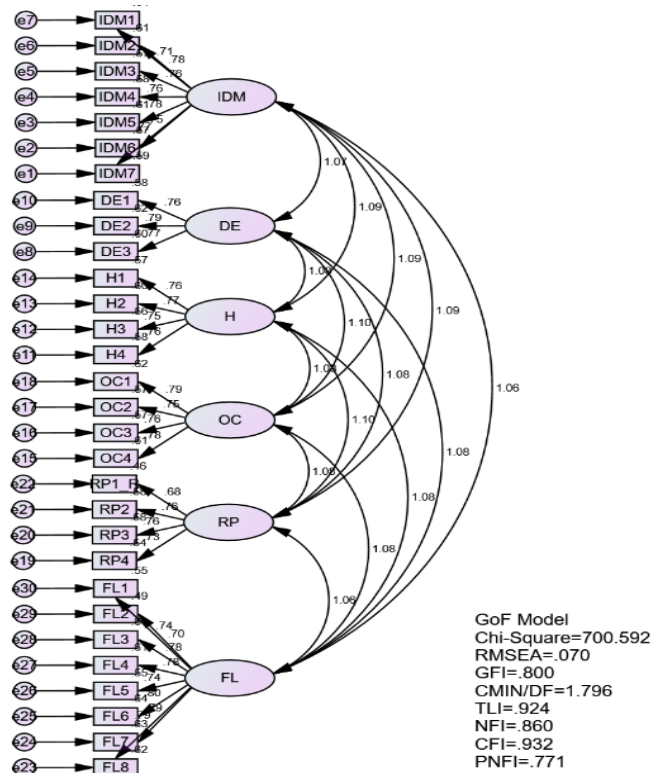
Tabel 4. Hasil uji validitas dan reliabilitas

Variabel	Kode indikator	SLF	AVE	CR
<i>Investment decision making</i>	IDM1	0,828	0,679	0,937
	IDM2	0,821		
	IDM3	0,841		
	IDM4	0,844		
	IDM5	0,830		
	IDM6	0,832		
	IDM7	0,769		
<i>Disposition effect</i>	DE1	0,791	0,632	0,838
	DE2	0,820		
	DE3	0,774		

Herding	H1	0,745	0,632	0,873
	H2	0,834		
	H3	0,826		
	H4	0,771		
Overconfidence	OC1	0,824	0,670	0,890
	OC2	0,811		
	OC3	0,827		
	OC4	0,811		
Risk perception	RP1	0,784	0,892	0,899
	RP2	0,822		
	RP3	0,899		
	RP4	0,817		
Financial literacy	FL1	0,729	0,671	0,942
	FL2	0,762		
	FL3	0,808		
	FL4	0,805		
	FL5	0,855		
	FL6	0,861		
	FL7	0,868		
	FL8	0,856		

Sumber: Hasil pengolahan SPSS AMOS (2024)

Berdasarkan Tabel 4, nilai SLF pada setiap *item* $\geq 0,5$ dan nilai AVE $\geq 0,5$, sehingga setiap *item* pada variabel *investment decision making*, *disposition effect*, *herding*, *overconfidence*, *risk perception* dan *financial literacy* dinyatakan valid. Nilai CR setiap variabel juga menunjukkan angka $\geq 0,7$, sehingga semua *item* dinyatakan *reliable*. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa setiap *item* pada masing-masing variabel telah berperan secara tepat dan akurat sebagai instrumen pengukuran. Setelah pengujian validitas dan reliabilitas dilakukan, akan dilakukan uji model *fit* pada *measurement model* yang dilakukan dengan menghubungkan setiap variabel dependen satu sama lainnya.



Gambar 4. Bagan *measurement model*

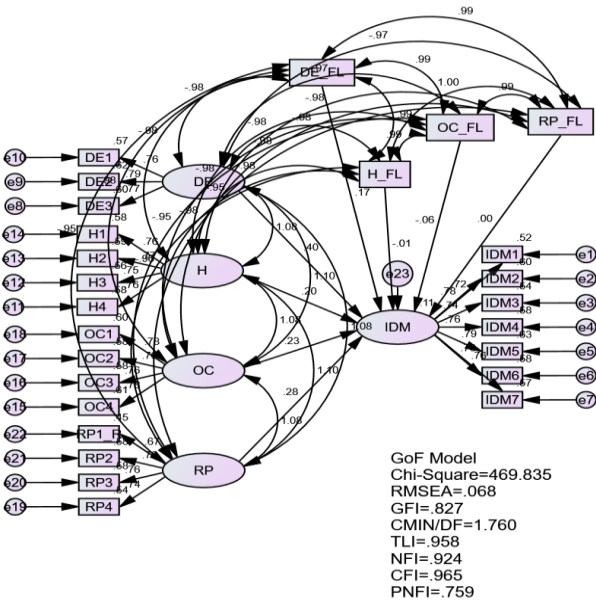
Sumber: Hasil pengolahan SPSS AMOS (2024)

Tabel 5. Uji *model fit* pada *measurement model*

Indikator <i>fit model</i>	Kriteria	Hasil	Keterangan	
<i>Chi-square</i>	Diharapkan kecil	700,592	<i>Marginal fit</i>	
RMSEA	$\leq 0,08$	0,070	<i>Good fit</i>	
GFI	$\geq 0,9$	0,800	<i>Marginal fit</i>	
CMIN/DF	≤ 2	1,796	<i>Good fit</i>	
TLI	$\geq 0,9$	0,924	<i>Good fit</i>	
NFI	$\geq 0,9$	0,860	<i>Marginal fit</i>	
CFI	$\geq 0,9$	0,932	<i>Good fit</i>	
PNFI	Semakin tinggi maka akan semakin baik	0,771	<i>Good fit</i>	
<i>Measurement model fit</i>	AVE $\geq 0,50$	<i>Investment decision making</i>	0,575	<i>Good fit</i>
		<i>Disposition effect</i>	0,598	<i>Good fit</i>
		<i>Herding</i>	0,578	<i>Good fit</i>
		<i>Overconfidence</i>	0,594	<i>Good fit</i>
		<i>Risk perception</i>	0,539	<i>Good fit</i>
		<i>Financial literacy</i>	0,588	<i>Good fit</i>
		<i>Investment decision making</i>	0,904	<i>Good fit</i>
	CR $\geq 0,70$	<i>Disposition effect</i>	0,817	<i>Good fit</i>
		<i>Herding</i>	0,846	<i>Good fit</i>
		<i>Overconfidence</i>	0,854	<i>Good fit</i>
		<i>Risk perception</i>	0,823	<i>Good fit</i>
		<i>Financial literacy</i>	0,919	<i>Good fit</i>

Sumber: Hasil pengolahan SPSS AMOS (2024)

Berdasarkan Tabel 5, hasil dari uji *model fit* pada *measurement model*, terdapat 5 indikator *model fit* yang menampilkan keterangan *good fit* dan dapat dikatakan bahwa indikator tersebut memenuhi kriteria yaitu RMSEA, CMIN/DF, TLI, CFI, dan PNFI. Kemudian terdapat 3 indikator yang menampilkan keterangan *marginal fit* yaitu *chi-square*, GFI, dan NFI. Dapat disimpulkan bahwa model yang diterapkan telah memenuhi persyaratan dengan memenuhi minimal 3-4 kriteria dalam uji *model fit*. Nilai-nilai AVE dan CR setiap variabel juga telah memenuhi syarat, yakni AVE $\geq 0,50$ dan CR $\geq 0,70$. Setelah uji *model fit* pada *measurement model* memenuhi kriteria, maka akan dilakukan uji *model fit* pada *structural model*.



Gambar 5. Bagan *measurement model*

Sumber: Hasil pengolahan SPSS AMOS (2024)

Tabel 6. Uji *model fit* pada *structural model*

Indikator <i>fit model</i>	Kriteria	Hasil	Keterangan
<i>Chi-square</i>	Diharapkan kecil	469,835	<i>Marginal fit</i>
RMSEA	$\leq 0,08$	0,068	<i>Good fit</i>
GFI	$\geq 0,9$	0,827	<i>Marginal fit</i>
CMIN/DF	≤ 2	1,760	<i>Good fit</i>
TLI	$\geq 0,9$	0,958	<i>Good fit</i>
NFI	$\geq 0,9$	0,924	<i>Good fit</i>
CFI	$\geq 0,9$	0,965	<i>Good fit</i>
PNFI	Semakin tinggi maka akan semakin baik	0,759	<i>Good fit</i>

Sumber: Hasil pengolahan SPSS AMOS (2024)

Berdasarkan Tabel 6, hasil uji *model fit* pada *structural model*, terdapat 6 indikator *model fit* yang menunjukkan keterangan *good fit*, yaitu RMSEA, CMIN/DF, TLI, NFI, CFI, dan PNFI, yang berarti memenuhi kriteria. Selain itu, ada 2 indikator dengan keterangan *marginal fit*, yaitu *chi-square* dan GFI. Pada *measurement model fit*, secara keseluruhan, model yang diterapkan dalam penelitian ini memenuhi standar minimal yang diperlukan, yakni 3-4 kriteria dalam *model fit*, yang menunjukkan bahwa model ini memiliki kelayakan yang baik. Hasil pengujian *measurement model* dan *structural model* menunjukkan bahwa indikator telah memenuhi kriteria kesesuaian yang baik, yang menunjukkan bahwa penelitian ini baik dan dapat dilanjutkan untuk melakukan uji hipotesis.

Tabel 7. Hasil uji hipotesis

	Pengaruh	<i>Estimate</i>	CR	r	Keterangan
H1	<i>Disposition effect</i> → <i>Investment decision making</i>	0,380	3,715	***	Diterima
H2	<i>Herding</i> → <i>Investment decision making</i>	0,197	2,342	0,019	Diterima
H3	<i>Overconfidence</i> → <i>Investment decision making</i>	0,228	2,861	0,004	Diterima
H4	<i>Risk perception</i> → <i>Investment decision making</i>	0,301	3,128	0,002	Ditolak
H5	<i>Disposition effect</i> → <i>Financial literacy</i> → <i>Investment decision making</i>	0,400	0,665	0,506	Ditolak
H6	<i>Herding</i> → <i>Financial literacy</i> → <i>Investment decision making</i>	-0,003	-0,320	0,974	Ditolak
H7	<i>Overconfidence</i> → <i>Financial literacy</i> → <i>Investment decision making</i>	-0,013	-0,229	0,819	Ditolak
H8	<i>Risk perception</i> → <i>Financial literacy</i> → <i>Investment decision making</i>	0,000	0,000	1,000	Ditolak

Sumber: Hasil pengolahan SPSS AMOS (2024)

Tabel 7 menjelaskan bahwa H1, H2, dan H3 memiliki nilai *estimate* positif yang sesuai dengan arah hipotesis, nilai $CR \geq 1,96$ dan nilai $p \text{ value} \leq 0,05$, sehingga H1, H2, dan H3 diterima. Lalu H4, memiliki nilai $CR \geq 1,96$ dan nilai $p \text{ value} \leq 0,05$, akan tetapi nilai *estimate* positif berkebalikan dengan arah hipotesis sehingga H4 ditolak. Hasil pengujian hipotesis H5, H6, H7, dan H8 menunjukan nilai $CR \leq 1,96$ dan nilai $p \text{ value} \geq 0,05$; oleh karena itu, H5, H6, H7, dan H8 ditolak.

Pembahasan

Disposition effect memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Prasetyo et al. (2023), investor cenderung terburu-buru untuk merealisasikan keuntungan dan dengan segera menjual saham. Sebaliknya, saat nilai atau harga saham mengalami penurunan, investor cenderung menunda penjualan dengan harapan bahwa harga saham tersebut akan kembali meningkat (Bouteska & Regaieg, 2018). Penelitian Ahmed et al. (2022) juga menemukan hal serupa, investor sering kali membanggakan keputusan investasi cerdas mereka untuk meraih keuntungan dan menunda kerugian (Bouteska & Regaieg, 2018). Investor bersedia

mengambil risiko finansial dengan mempertahankan saham yang merugi, sehingga menjadi *risk seeker* dalam kerugian (Verma & Verma, 2018). Sebagian besar investor Indonesia merupakan generasi Z, yang mungkin belum memiliki banyak pengalaman investasi yang cukup dalam menghadapi ketidakpastian pasar, sehingga mudah terpengaruh oleh bias perilaku seperti *disposition effect*. Menjual aset yang merugi atau mengakui kerugian bisa menciptakan rasa tidak nyaman atau ketidaksesuaian dengan pandangan investor bahwa keputusan investasi yang telah dibuat adalah salah. Investor beranggapan bahwa penjualan aset yang menguntungkanlah memberikan rasa kepuasan atau kemenangan kecil, sementara menahan kerugian bisa berhubungan dengan harapan atau impian yang tidak ingin dihancurkan. Investor memiliki sisi emosional yang dapat memengaruhi keputusan investasi mereka (Sutejo et al., 2023).

Herding memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Firmansyah (2023), investor sering mengabaikan informasi atau hasil analisis sendiri, namun lebih memilih mengikuti pendapat investor lain atau komunitas mereka saat membuat keputusan investasi (Baker et al., 2019). Penelitian Butt et al. (2023) juga menemukan hal serupa, untuk mengurangi risiko, investor sering kali bergantung pada keputusan orang lain dan menghindari membuat pilihan investasi secara mandiri (Zahera & Bansal, 2018). Investor pemula seperti generasi Z, lebih cenderung mengikuti apa yang dilakukan oleh mayoritas atau mengikuti keputusan dari *influencer* dan teman-teman mereka. Selain itu, investor pemula cenderung mengikuti keputusan mayoritas untuk menghindari rasa ketinggalan. Ketika ada kabar baik tentang saham tertentu, banyak investor yang merasa terdorong untuk membeli saham tersebut tanpa melakukan riset terlebih dahulu.

Overconfidence memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Prasetyo et al. (2023), investor yang memiliki rasa percaya diri tinggi umumnya lebih berani membuat keputusan investasi dan siap menanggung risiko, sedangkan mereka yang kurang percaya diri lebih cenderung untuk berhati-hati dan lebih selektif dalam memilih investasi (Baker et al., 2019). Penelitian Butt et al. (2023); Firmansyah (2023), juga menemukan hal serupa, investor sering kali memiliki persepsi dan keyakinan yang berlebihan tentang kemampuan mereka dalam membuat keputusan investasi yang tepat (Sahi, 2017). Banyak investor muda seperti generasi Z yang mudah terpengaruh oleh tren di media sosial, seperti tips investasi dari *influencer* atau rekomendasi saham yang sedang viral. Mereka mungkin merasa yakin bahwa mereka dapat mengalahkan pasar, meskipun informasi yang mereka dapatkan belum tentu akurat atau berdasarkan analisis yang mendalam. Terlebih dengan berkembangnya teknologi dan *platform* investasi digital, seperti aplikasi saham yang mudah diakses, investor muda di Indonesia kini memiliki akses lebih mudah ke pasar modal.

Risk perception memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Butt et al. (2023), investor percaya bahwa berinvestasi dalam portofolio aset yang berisiko dapat menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi (Yitzhaki & Lambert, 2012). Penelitian Wibowo et al. (2023) juga menemukan hal serupa, persepsi risiko yang besar dapat mendorong investor untuk mengambil keputusan investasi yang lebih berani dan agresif, karena mereka telah mempertimbangkan potensi risiko di masa depan dan merasa lebih yakin untuk melanjutkan investasi (Novianggie & Asandimitra, 2019). Investor generasi Z di Indonesia, terutama yang baru memulai berinvestasi, seringkali merasa lebih yakin dalam membuat keputusan investasi berisiko tinggi karena adanya peluang keuntungan besar, sehingga menganggap risiko yang tinggi adalah *tradeoff* untuk memperoleh keuntungan besar dalam waktu singkat.

Financial literacy tidak signifikan memoderasi *disposition effect* terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Adil et al. (2022), faktor psikologis dan emosional sering kali memainkan peran yang lebih besar dibandingkan pengetahuan keuangan dalam proses melakukan pembuatan keputusan investasi oleh investor. Penelitian Mahmood et al. (2024) juga menemukan hal serupa, tanpa disiplin dan pengendalian diri, investor tetap dapat terpengaruh oleh *disposition effect*. *Financial literacy* sering kali memberikan pengetahuan tentang instrumen keuangan, risiko, dan strategi investasi, tetapi tidak secara langsung mengubah kecenderungan emosional investor untuk memegang saham rugi atau menjual saham untung. Investor pemula, seperti generasi Z, cenderung belum memiliki pemahaman yang mendalam tentang konsep-konsep investasi yang lebih rumit sehingga pengalaman investasi yang pernah dilakukan dan tingkat

keterlibatan emosional dalam investasi dapat lebih kuat memengaruhi keputusan daripada pengetahuan teoretis.

Financial literacy tidak signifikan memoderasi *herding* terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Novianggie & Asandimitra (2019), investor cenderung berperilaku *herding* dalam berinvestasi jika investasi tersebut terus-menerus memberikan keuntungan. Penelitian Mahmood et al. (2024) juga menemukan hal serupa, meskipun memiliki literasi keuangan yang baik, seorang investor sering kali mengikuti langkah investor lain karena merasa khawatir dan kurang yakin dalam mengambil keputusan secara mandiri. Meskipun *financial literacy* yang tinggi dapat membantu investor memahami dinamika pasar dengan lebih baik, hal ini tidak menjadikan investor sepenuhnya terbebas dari pengaruh mayoritas. Investor generasi Z lebih mudah terpengaruh dengan faktor sosial, emosional, atau tekanan lingkungan seperti *fear of missing out* (FOMO), sehingga menciptakan keputusan investasi yang tidak rasional. Investor muda di Indonesia yang baru terjun ke pasar modal mungkin memiliki pengetahuan dasar tentang keuangan, namun kurang atau belum pernah memiliki pengalaman praktis dalam menghadapi volatilitas pasar, sehingga faktor emosional dapat memberikan pengaruh yang lebih kuat.

Financial literacy tidak signifikan memoderasi *overconfidence* terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Novianggie & Asandimitra (2019), intuisi seorang investor lebih dominan daripada pemahaman intelektual berdasarkan informasi yang investor miliki. Penelitian Mahmood et al. (2024) menunjukkan hasil serupa, investor dengan tingkat kepercayaan diri yang tinggi percaya bahwa mereka lebih mampu memprediksi pergerakan pasar dengan akurat. Investor generasi Z yang baru memulai investasi sering kali merasa terlalu percaya diri setelah mendapatkan keuntungan awal investasinya. Mengubah bias perilaku yang sudah tertanam di dalam diri investor, seperti *overconfidence*, membutuhkan lebih dari hanya sekadar pengetahuan (diperlukan latihan dan kesadaran diri yang konsisten). Investor akan selalu merasa lebih yakin dengan keputusannya meskipun keputusan tersebut tidak berdasarkan analisa yang rasional.

Financial literacy tidak signifikan memoderasi *risk perception* terhadap *investment decision making*. Hasil dalam penelitian ini didukung oleh hasil dari penelitian Butt et al. (2023), persepsi risiko sering kali lebih dipengaruhi oleh emosi, seperti ketakutan atau kekhawatiran terhadap potensi kerugian. *Risk perception* sering kali dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti pengalaman pribadi, profil risiko investor (apakah seseorang lebih cenderung menjadi *risk seeker* atau *risk averse*), dan faktor sosial (seperti opini orang lain). Mayoritas responden pada penelitian ini adalah *risk seeker*, yang mungkin berorientasi pada keuntungan cepat, seperti menjadi kaya dalam waktu singkat. Investor muda di Indonesia, terutama yang baru mulai berinvestasi, sering kali dipengaruhi oleh media sosial yang menunjukkan dengan mudahnya mendapatkan keuntungan, sehingga mereka akan mengabaikan risiko. Investor dengan tipe *risk seeker* akan lebih mengabaikan risiko untuk mengejar potensi keuntungan yang lebih besar, meskipun telah memahami bahwa terdapat *tradeoff* untuk mendapatkan keuntungan yang besar.

SIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian pada variabel *disposition effect*, *herding*, dan *overconfidence* terhadap *investment decision making* menunjukkan hasil signifikan positif. Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *behavioral finance*, yang menyebutkan bahwa bias kognitif dan bias emosional dapat memengaruhi perilaku investor secara individual. Investor cenderung sering mengalami kesulitan untuk bertindak secara rasional saat membuat sebuah keputusan investasi, terutama pada investor pemula seperti generasi Z. Investor yang memiliki tingkat kepercayaan diri tinggi cenderung memperlihatkan perilaku yang lebih impulsif dan kurang rasional dalam membuat keputusan investasi. Hasil penelitian pada variabel *risk perception* terhadap *investment decision making* menunjukkan hasil signifikan positif. Hal ini sejalan dengan *prospect theory* yang menekankan pentingnya keputusan subjektif yang diambil oleh investor. Pembuatan keputusan sering kali dipengaruhi oleh faktor emosional, terutama dalam menghadapi potensi keuntungan atau kerugian.

Temuan dari penelitian ini memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan ilmu pengetahuan dan dapat menjadi acuan untuk penelitian-penelitian berikutnya. Selain itu, regulator, penasihat keuangan, dan investor dapat mempertimbangkan temuan ini agar lebih bijaksana dalam

membuat keputusan investasi, serta menekankan pentingnya peningkatan keterampilan literasi keuangan bagi investor. Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan yang perlu diperhatikan, di antaranya adalah penggunaan teknik pengambilan sampel non probabilitas yang dapat menyebabkan bias dalam representasi data, karena hanya dapat memberikan gambaran umum tentang populasi dan tidak memungkinkan untuk membuat generalisasi. Keterbatasan terkait jumlah responden yang dapat memengaruhi generalisasi hasil, sehingga hasil penelitian ini perlu diinterpretasikan dengan hati-hati. Faktor waktu, kondisi ekonomi, dan situasi pasar saat penelitian dilakukan juga dapat memengaruhi keputusan investasi yang diambil oleh responden. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk menggunakan teknik sampling probabilitas agar menghasilkan temuan yang lebih representatif atau dengan fokus pada kelompok usia tertentu untuk mendapatkan wawasan yang lebih beragam. Peneliti selanjutnya dapat mengeksplorasi *behavioral bias* lainnya seperti *confirmation bias*, *anchoring bias*, atau *optimism bias*. Karena bias-bias ini sering memengaruhi pengambilan keputusan investasi di tengah volatilitas pasar yang tinggi, sehingga akan memunculkan risiko yang mengarah pada keputusan investasi yang kurang optimal dan kegagalan untuk melakukan diversifikasi portofolio dengan baik. Penelitian ini dapat memberikan wawasan yang lebih mendalam tentang berbagai faktor yang memengaruhi perilaku investasi para investor.

REFERENSI

- Adil, M., Singh, Y., & Ansari, M. S. (2022). *How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision?* 7(1), 17-30. <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2020-0086>
- Ahmad, M. (2020). Does underconfidence matter in short-term and long-term investment decisions? Evidence from an emerging market. *Management Decision*, 59(3), 692-709. <https://doi.org/10.1108/MD-07-2019-0972>
- Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2022). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decision-making and performance: Mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(1), 60-90. <https://doi.org/10.1108/jeas-07-2020-0116>
- Ahmed, Z., Rasool, S., Saleem, Q., Khan, M. A., & Kanwal, S. (2022). Mediating role of risk perception between behavioral biases and investor's investment decisions. *SAGE Open*, 12(2). <https://doi.org/10.1177/21582440221097394>
- Altaf, H., & Jan, A. (2023). Generational theory of behavioral biases in investment behavior. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 834-844. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.02.002>
- Areiqat, A. Y., Abu-Rumman, A., Al-Alani, Y. S., & Alhorani, A. (2019). Impact of behavioral finance on stock investment decisions: Applied study on a sample of investors at Amman stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2). <https://www.abacademies.org/articles/Impact-of-Behavioral-Finance-On-Stock-Investment-Decisions-1528-2635-23-2-375.pdf>
- Aren, S., & Hamamci, H. N. (2020). Relationship between risk aversion, risky investment intention, investment choices: Impact of personality traits and emotion. *Kybernetes*, 49(11), 2651-2682. <https://doi.org/10.1108/K-07-2019-0455>
- Aren, S., & Zengin, A. N. (2016). Influence of financial literacy and risk perception on choice of investment. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 235, 656-663. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.047>
- Asri, S., Paulina, J., Tarigan, B. A., & Siagian, A. O. (2024). Role of financial literacy, risk perception, and investment experience in investment decisions of millennial and Z generation in Jabodetabek. *International Journal of Business, Law, and Education*, 5(2), 1750-1761. <https://doi.org/10.56442/ijble.v5i2.731>
- Bakar, S., & Yi, A. N. C. (2016). The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: A case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 35, 319-328. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00040-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00040-X)
- Baker, H. K., Kumar, S., Goyal, N., & Gaur, V. (2019). How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. *Managerial Finance*, 45(1), 124-146.

- <https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0003>
- Beatrice, V., Murhadi, W. R., & Herlambang, A. (2021). The effect of demographic factors on behavioral biases. *Jurnal Siasat Bisnis*, 25(1), 17-29. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol25.iss1.art2>
- Bibi, K., Rahman, S. U., & Qayum, A. S. (2023). Decoding investor decision-making: Unraveling psychological factors and educational moderation in financial markets. *Global Economics Review*, 8(3), 1-14. [https://doi.org/10.31703/ger.2023\(viii-iii\).01](https://doi.org/10.31703/ger.2023(viii-iii).01)
- Bouteska, A., & Regaieg, B. (2018). Investor characteristics and the effect of disposition bias on the Tunisian stock market. *Borsa Istanbul Review*, 18(4), 282-299. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2018.05.004>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning
- Budiarto, A., & Susanti, S. (2017). Pengaruh financial literacy, overconfidence, regret aversion bias, dan risk tolerance terhadap keputusan investasi (Studi pada investor PT Sucorinvest Central Gani Galeri Investasi BEI Universitas Negeri Surabaya). *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 5(2). <https://ejournal.unesa.ac.id/index.php/jim/issue/view/1230>
- Butt, H., Sajjad, A., Awan, K. Z., & Shakil, M. H. (2023). The role of behavioral factors on investment decision making: Moderating role of financial literacy. *Pakistan Journal of Humanities and Social Sciences*, 11(4), 4533-4547. <https://doi.org/10.52131/pjhss.2023.v11i4.1876>
- Candraningrat, I. R., & Sakir, A. (2019). Behavioural biases of overconfidence and disposition effect and their impact on investment decision in the Indonesian capital market. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 100, 109-115. <https://doi.org/10.2991/icoi-19.2019.20>
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1995). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 385-410. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80057-X](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80057-X)
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3-5), 603-615. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00073-9](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00073-9)
- Falah, F. F., & Haryono, N. A. (2023). The influence of herding, anchoring, disposition, personal income, and financial literacy on generation Z's investment decision making in Surabaya City. *Technium Social Sciences Journal*, 47, 379-397. <https://doi.org/10.47577/tssj.v45i1.9103>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Firmansyah, F. (2023). The influence of overconfidence bias, herding effect, and loss aversion on investment decisions in the capital market with financial literacy as a moderating variable. *Journal of Business and Management Review*, 4(11), 871-897. <https://doi.org/10.47153/jbmr411.8252023>
- Ghozali, I. (2017). *Model persamaan struktural: Konsep dan aplikasi dengan program AMOS 24 update Bayesian SEM*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate data analysis*. Cengage Learning
- Hayat, A. (2016). Impact of behavioral biases on investment decision: Moderating role of financial literacy. *SSRN Electronic Journal*, 6(2), 34-41. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2842502>
- Hossain, T., & Siddiqua, P. (2024). Exploring the influence of behavioral aspects on stock investment decision-making: A study on Bangladeshi individual investors. *PSU Research Review*, 8(2), 467-483. <https://doi.org/10.1108/PRR-10-2021-0054>
- Javed, H., Bagh, T., & Razzaq, S. (2017). Herding effects, overconfidence, availability bias, and representativeness as behavioral determinants of perceived investment performance: Empirical evidence from Pakistan stock exchange (PSX). *Journal of Global Economics*, 6(1), 1-13. <https://doi.org/10.4172/2375-389.1000275>
- Khalid, R., Javed, M., & Shahzad, K. (2018). Impact of behavioral biases on investment decision making with moderating role of financial literacy. *Jinnah Business Review*, 6(2), 34-41. <https://doi.org/10.53369/RKXA7855>
- Khan, H. H., Naz, I., Qureshi, F., & Ghaffoor, A. (2017). Heuristics and stock buying decision: Evidence from Malaysian and Pakistani stock markets. *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 97-110. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.002>
- Khan, S. K., Hassan, N. U., & Islam, J. (2023). Unlocking the investment puzzle: The influence of behavioral biases & moderating role of financial literacy. *Journal of Social Research*

- Development*, 4(2), 433-444. <https://doi.org/10.53664/jsrd/04-02-2023-17-433-444>
- Lin, H. (2011). Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: Evidence from the Taiwanese stock market. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1630-1641. <https://doi.org/10.5897/AJBM10.474>
- Lusardi, A., & Tufano, P. (2015). Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness. *Journal of Pension Economics and Finance*, 14(4), 332-368. <https://doi.org/10.1017/S1474747215000232>
- Mahmood, F., Arshad, R., Khan, S., Afzal, A., & Bashir, M. (2024). Impact of behavioral biases on investment decisions and the moderation effect of financial literacy: An evidence of Pakistan. *Acta Psychologica*, 247. <https://doi.org/10.1016/j.actpsy.2024.104303>
- Marriott, D. N., & Mellett, H. (1996). Health care managers' financial skills: Measurement, analysis and implications. *Accounting Education*, 5(1), 61-74. <https://doi.org/10.1080/09639289600000006>
- Mohta, A., & Shunmugasundaram, V. (2024). Moderating role of millennials' financial literacy on the relationship between risk tolerance and risky investment behavior: Evidence from India. *International Journal of Social Economics*, 51(3), 422-440. <https://doi.org/10.1108/IJSE-12-2022-0812>
- Novianggie, V., & Asandimitra, N. (2019). The influence of behavioral bias, cognitive bias, and emotional bias on investment decision for college students with financial literacy as the moderating variable. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2), 92-107. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v9-i2/6044>
- Nur Aini, N. S., & Lutfi, L. (2019). The influence of risk perception, risk tolerance, overconfidence, and loss aversion towards investment decision making. *Ventura - Journal of Economics, Business, & Accountancy*, 21(3), 401-413. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1663>
- Pandia, A. (2023). Cognitive bias and emotional bias in investment decision making with risk perception mediation. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 7(2), 168-182. <https://doi.org/10.51505/ijebmr.2023.7214>
- Parveen, S., Satti, Z. W., Subhan, Q. A., & Jamil, S. (2020). Exploring market overreaction, investors' sentiments and investment decisions in an emerging stock market. *Borsa Istanbul Review*, 20(3), 224-235. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.02.002>
- Pompian, M. M. (2012). *Behavioral finance and wealth management: How to build investment strategies that account for investor biases*. Wiley Online Books. <https://doi.org/10.1002/9781119202400>
- Poudel, A., Bhusal, S., & Pathak, D. D. (2024). Behaviour bias and investment decision in Nepalese investors. *International Journal of Business and Management*, 19(2), 85-119. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v19n2p85>
- Prasetyo, P., Sumiati, S., & Ratnawati, K. (2023). The impact of disposition effect, herding and overconfidence on investment decision making moderated by financial literacy. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 12(9), 241-251. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v12i9.3026>
- Sahi, S. K. (2017). Psychological biases of individual investors and financial satisfaction. *Journal of Consumer Behaviour*, 16(6), 511-535. <https://doi.org/10.1002/cb.1644>
- Salvatore, T., & Esra, M. A. (2020). Pengaruh overconfidence, herding, regret aversion, dan risk tolerance terhadap pengambilan keputusan investasi investor. *Jurnal Manajemen*, 10(1), 48-56. <https://doi.org/10.46806/jm.v10i1.699>
- Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral finance biases in investment decision making. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(2), 69-75. <https://doi.org/10.11648/j.ijafrm.20200502.11>
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
- Son, J., & Park, J. (2019). Effects of financial education on sound personal finance in Korea: Conceptualization of mediation effects of financial literacy across income classes. *International Journal of Consumer Studies*, 43(1), 77-86. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12486>
- Sutejo, B. S., Sumiati, S., Wijayanti, R. W., & Ananda, C. (2023). Do emotions influence the investment decisions of generation Z Surabaya investors in the Covid-19 pandemic era? Does financial risk

- tolerance play a moderating role? *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, 31(2). <https://doi.org/10.46585/sp31021755>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Ullah, R., Sarwar, I., Amir, S. M., Muzamil, M. R., & Inamullah, E. (2023). Risk tolerance and investment decisions among credit beneficiaries. *Journal of Economic Impact*, 5(3), 211-216. <https://doi.org/10.52223/econimpact.2023.5305>
- Verma, R., & Verma, P. (2018). Behavioral biases and retirement assets allocation of corporate pension plans. *Review of Behavioral Finance*, 10(4), 353-369. <https://doi.org/10.1108/RBF-01-2017-0009>
- Wardani, D. K., & Lestari, M. D. (2020). Pengaruh literasi keuangan, experienced regret, motivasi, dan status pendidikan terhadap keputusan investasi IRT. *JAE - Jurnal Akuntansi dan Ekonomi*, 5(3), 56-63. <https://doi.org/10.29407/jae.v5i3.14058>
- Wibowo, M. A., Indrawati, N. K., & Aisjah, S. (2023). The impact of overconfidence and herding bias on stock investment decisions mediated by risk perception. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 12(5), 174-184. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v12i5.2663>
- Yitzhaki, S., & Lambert, P. J. (2012). Is higher variance necessarily bad for investment? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 43, 855-861. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2049704>
- Zahera, S. A., & Bansal, R. (2018). Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(2), 210-251. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2017-0028>

Halaman ini sengaja dikosongkan