

ANALISIS PENGARUH PERILAKU BIAS TERHADAP PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI SAHAM PADA GENERASI Z DAN MILENIAL

Sofia Qotrunada¹⁾, Tyas Danarti Hascaryani²⁾

Faculty of Economics and Business, Universitas Brawijaya, Malang, Indonesia

Correspondence		
Email: sofia_qotrunada@student.ub.ac.id	No. Telp:	
Submitted: 28 Februari 2024	Accepted: 7 Maret 2024	Published: 8 Maret 2024

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui pengaruh adanya perilaku bias terhadap keputusan investasi saham dengan sampel investor gen Z dan generasi milenial dalam penelitian ini penulis fokus pada lima variabel independen yakni *herding bias*, *overconfidence*, *confirmation bias*, *loss aversion*, dan *representativeness bias*. Penelitian ini kuantitatif dengan sampel 142 responden, menggunakan metode analisis SEM PLS (*Partial Least Square*) . Adanya aktivitas saham yang dilakukan oleh generasi Z dan milenial menjadi menarik untuk diteliti sebab jumlah investor yang terus meningkat dari kalangan gen-Z dan milenial. Penelitian ini juga mereplikasi penelitian sebelumnya yang hanya menggunakan beberapa variabel, namun pada penelitian ini menggunakan beberapa variabel yang menyesuaikan dengan gen-Z dan milenial saat ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *overconfidence* berdampak nyata terhadap keputusan investasi saham pada generasi z dan milenial.

Kata kunci: Bias, investment, representativeness, overconfidence, confirmation, Herding, dan loss aversion.

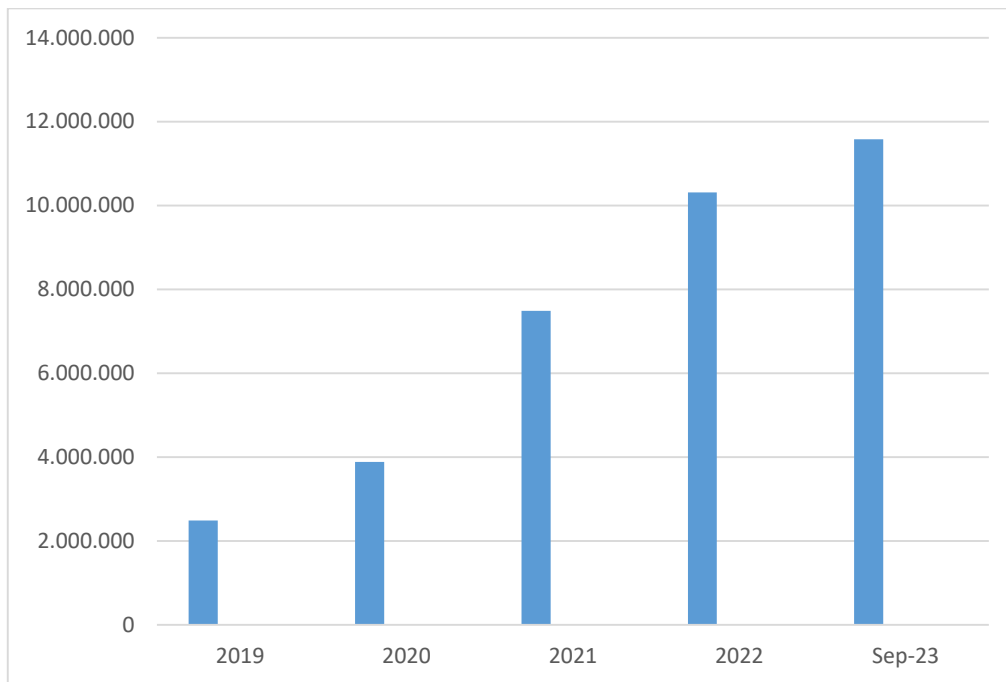
ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the influence of biased behavior on stock investment decisions among Generation Z and Millennial investors. In this study, the author focuses on five independent variables: herding bias, overconfidence, confirmation bias, loss aversion, and representativeness bias. This quantitative research involves a sample of 142 respondents and utilizes the SEM PLS (Partial Least Square) analysis method. The stock market activities conducted by Generation Z and Millennials are interesting to investigate due to the continuously increasing number of investors from these generations. This research also replicates previous studies that only used a few variables, but in this study, multiple variables are considered to align with the current characteristics of Generation Z and Millennials. The results indicate that herding, confirmation, loss aversion, and representativeness variables have a negative impact, while overconfidence has a positive impact on stock investment decisions among Generation Z and Millennials.

Keywords: Bias, investment, representativeness, overconfidence, confirmation, Herding, dan loss aversion.

PENDAHULUAN

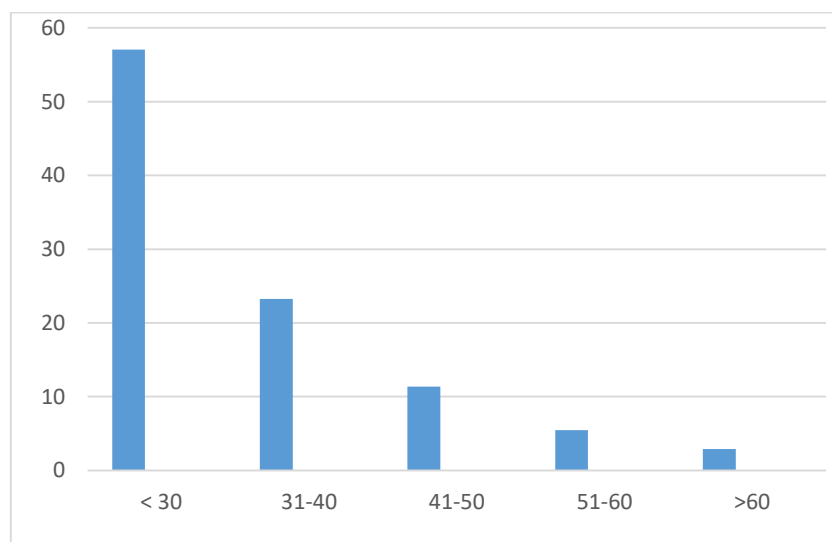
Zaman semakin modern adanya perbedaan masyarakat dalam mengelola keuangan dan pendapatan untuk memenuhi kebutuhan mereka, yang awalnya menabung sekarang menjadi investasi. Investasi merupakan suatu tindakan pendanaan modal yang dilakukan oleh suatu individu atau lembaga dalam rangka memperoleh keuntungan di masa depan, yang berupa kenaikan bunga/*capital gain*/ dividen (Astutik, 2020). Pada zaman yang semakin berkembang pesat, pasar modal merupakan tempat yang paling efektif sebagai sarana aktivitas jual beli saham guna meningkatkan pertumbuhan dan pembangunan ekonomi. Pasar modal merupakan sarana aktivitas jual beli saham bagi investor, dengan adanya aktivitas jual beli yang semakin tinggi di pasar modal maka dapat memberikan gambaran terhadap kegiatan bisnis yang berjalan baik di berbagai perusahaan (Pradikasari & Yuyun, 2018). Semakin banyaknya aktivitas investasi digambarkan pada jumlah investor perorangan atau *Single Investor Identification* (SID) dari tahun 2019 sampai tahun 2023 bulan September semakin meningkat secara signifikan.



Gambar 1. Jumlah Single Investor Identification

Sumber : KSEI 2023

Dari penjabaran data tersebut menunjukkan bahwa aktivitas investasi saham di Indonesia tumbuh lebih cepat, jumlah investor yang terus mengalami peningkatan dari tahun 2019 sampai bulan September tahun 2023. Berdasarkan informasi data dari Kustodian Sentral Efek Indonesia terdapat peningkatan yang signifikan pada jumlah investor yang berusia kurang dari sama dengan 30 tahun dengan presentase 57,04% pada usia tersebut merupakan generasi Gen-Z dan milenial, hal ini menunjukkan bahwa Generasi Z dan generasi milenial umumnya tertarik pada dunia investasi.



Gambar 2. Jumlah Pertumbuhan Investor berdasarkan umur

Sumber : KSEI 2023

Gen Z merupakan masyarakat yang lahir pada tahun 1997 -2012 generasi yang memiliki keberanian yang besar akibat melek dan peka teknologi, wawasan yang luas tentang dunia

global. Adapun kelemahan generasi Z ini memiliki sifat kurang konsisten, berpikir pendek, instan, dan praktis (Kertati, 2018). Dengan usia yang terbilang masih sangat muda, Generasi Z sering dikatakan mudah terobsesi dan mengikuti trend populer hal ini juga berlaku pada kegiatan investasi (Hidayat et al., 2023).

Generasi milenial merupakan masyarakat yang lahir pada tahun 1981-1996 generasi yang dekat dengan kemajuan teknologi, suka berinteraksi, *up to date* media sosial dan terkenal dengan perilaku konsumtif, adapun sebagian generasi milenial mulai memikirkan jaminan masa depan yang cerah dengan berinvestasi (Mahafani et al., 2021). Namun di sisi lain, berinvestasi pada saham mempunyai risiko ketidakpastian dan risiko yang sangat tinggi karena sangat sensitif terhadap perubahan baik dalam maupun luar negeri, seperti politik, ekonomi, mata uang, dan lain-lain, dapat menyebabkan berbagai perilaku investor (Lestari & Kuntarti, 2014).

Dengan adanya peningkatan kegiatan investasi saham dari data yang telah di uraikan, hal ini berhubungan dengan pengambilan keputusan investasi dan perilaku investor (Pradikasari & Yuyun, 2018). Keputusan investasi adalah keputusan seseorang atau suatu pihak untuk melakukan penanaman modal pada suatu aktiva dengan tujuan memperoleh keuntungan berupa pendapatan dan keuntungan (Ayu Wulandari Rr Iramani, 2014).

Menurut teori ekonomi klasik seorang individu mempunyai pemikiran yang rasional dalam pengambilan keputusan investasinya, mereka akan mempertimbangkan keputusan investasinya dengan memanfaatkan informasi akuntansi keuangan (T. Riaz, 2015). Sehingga manusia akan mencari sumber informasi akuntansi keuangan yang relevan serta melakukan evaluasi pada sebuah perusahaan sebagai pertimbangan keputusan investasi agar mendapatkan imbal hasil profit. Dengan adanya informasi tersebut maka seorang investor dapat melakukan estimasi nilai perusahaan secara rasional.

Namun terdapat beberapa penelitian mengenai seorang investor yang bertindak tidak rasional (*irrational*) ketika mengambil keputusan investasi di pasar modal. Ini adalah contoh perilaku bertolak belakang dengan teori keuangan standar atau teori keuangan tradisional. Dalam teori keuangan, investor dianggap berperilaku rasional dengan menimbang dan mengkaji seluruh informasi keuangan suatu perusahaan ketika mengambil keputusan investasi (Sajid et al., 2015). Setiap investor dalam melakukan proses pengambilan keputusan pasti melibatkan emosi (Hermalin et al., 2000). Dengan adanya kesertaan emosi dalam proses pengambilan keputusan investasi maka sering terjadinya tindakan yang kurang rasional oleh seorang investor. Seorang investor saat mengambil keputusan investasi saham memiliki kemungkinan keputusan tidak tepat atau kesalahan estimasi. Kondisi seperti ini berisiko tinggi karena sulit untuk dikenali dan berhubungan langsung dengan proses berpikir. Bias ini dapat menyebabkan kesalahan dalam mengestimasi risiko yang mungkin timbul (Nuris Firmansyah Nugraha, 2015). Salah satunya yang sering terjadi yaitu pada investor muda yang berinvestasi tanpa menimbangkan kerugian yang mungkin terjadi di masa yang mendatang, karena mereka fokus pada bagaimana cara mendapatkan profit atau imbal hasil yang cepat dan besar, banyak sekali investor yang mengalami kerugian tanpa mempertimbangkan proses berpikir kegagalan tersebut dipengaruhi faktor internal yakni bias (Puspawati & Yohanda, 2022).

Perilaku bias ini banyak ditemukan pada investor dengan usia yang tergolong muda mereka mempunyai emosi yang tinggi, tidak terkontrol, ikut-ikutan atau fomo, dan aktif mencari informasi saham melalui sumber yang dipercayainya hal ini dikarenakan generasi Z dan generasi milenial memiliki sifat melek dengan kemajuan teknologi, sehingga dapat memberikan sebuah keputusan investasi dengan cepat. Salah satunya adalah *herding bias* yaitu perilaku individu yang condong mengikuti atau meniru sekelompok orang lainnya, munculnya *herding* ini dikarenakan individu tidak begitu menguasai tentang keputusan investasi yang diambil (Supramono, 2018). Contoh saat ini marak adanya rekomendasi saham dari tokoh

influencer di media sosial dengan jutaan pengikut, hal ini dapat menyebabkan *herding* karena banyak individu yang mengikuti investasi hanya karena rekomendasi *influencer*.

Selain itu *Overconfidence* juga menjadi pertimbangan dalam proses pengambilan keputusan investasi saham oleh para investor yang masih muda. Karena di era digitalisasi ini yang mudah mendapatkan suatu informasi terkait saham dapat mempengaruhi tingkat *overconfidence* dalam pengambilan keputusan investasi saham. *Overconfidence* merupakan suatu bias psikologi yang suatu individu percaya pada kemampuan diri sendiri dengan tingkat kepercayaan yang lebih tinggi (Supramono, 2018).

Di era digitalisasi yang mudah untuk menggali informasi ini juga memicu adanya *Confirmation* bias investor lebih condong menggali sebuah informasi yang mendukung keyakinan awal mereka dan mengesampingkan informasi yang bertolak belakang dengan mereka. *Confirmation* bias merupakan sifat yang hanya mencari kebenaran yang sesuai dengan ekspektasinya dan menghindari informasi yang bertolak belakang dengan ekspektasinya (Araminta, 2021)

Dalam berinvestasi saham seorang investor pasti menginginkan profit dan cenderung menghindari risiko yang merugikan, era digital saat ini menguatkan investor untuk memantau pergerakan harga saham mereka secara real time, banyaknya aplikasi yang canggih di gadget informasi saham yang mudah di dapatkan memicu adanya *loss aversion*. *Loss Aversion* ini merupakan individu yang cenderung lebih menghindari risiko yang dapat mengakibatkan kerugian dibandingkan mencari peluang yang lebih menguntungkan (Jurnal et al., 2023). Dengan adanya hal tersebut menimbulkan investor cenderung memilih investasi yang lebih rendah (Charissa, 2018).

Dalam berinvestasi saham seorang investor bisa melakukan kesalahan, karena analisis yang terlalu cepat dan tidak mendalam. Adanya teknologi yang canggih saat ini informasi yang *up to date* investor lebih memilih saham perusahaan yang terkenal dan sedang trend tanpa melakukan pertimbangan dan berpikir kritis fundamental dan kinerjanya yang bisa menyebabkan kerugian. *Representativeness* bias bisa terjadi ketika individu melakukan keputusan berdasarkan sejauh mana sesuatu atau seseorang tampak mewakili atau mencerminkan konsep atau kategori tertentu tanpa mempertimbangkan informasi atau statistik yang bersifat objektif (Soeparmono 2018). Investor cenderung berpatokan dengan harga masa lalu sebagai keputusan investasi saham, ketika harga menurun investor memandang bahwa saham tersebut buruk dan sebaliknya (Loris, 2020).

Penelitian yang dilakukan oleh Berliana Viera Sabilla & Tri Kartika Pertiwi (2021) variabel *herding*, *representativeness* dan *overconfidence* menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham, hal ini juga diperkuat dengan penelitian Theresa & Armansyah (2022) *herding* dan *overconfidence* berpengaruh signifikan, Ramadani (2018) juga menunjukkan *herding* dan *representativeness* berpengaruh positif. Namun sebaliknya pada Mahadevi & Asandimitra (2021) variabel *herding* dan *representativeness* tidak berpengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan, kemudian penelitian yang dilakukan oleh Rakhmatulloh & Asandimitra (2019) variabel *overconfidence* tidak berpengaruh positif.

Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh (Charissa (2018) menunjukkan bahwa variabel *loss aversion* berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan saham, sebaliknya pada penelitian Pradana (2018) tidak berpengaruh positif terhadap pengambilan keputusan investasi saham. Dalam penelitian Rose & Armansyah (2022) variabel *confirmation* menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham.

Adanya aktivitas saham yang dilakukan oleh generasi Z dan milenial menjadi menarik untuk diteliti sebab jumlah investor yang terus meningkat dari kalangan gen-Z dan milenial. Penelitian ini juga mereplikasi penelitian sebelumnya yang hanya menggunakan beberapa variabel, namun pada penelitian ini menggunakan beberapa variabel yang menyesuaikan

dengan gen-Z dan milenial saat ini. Dengan adanya gap penelitian tersebut peneliti ingin mengetahui lebih lanjut pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi saham pada generasi Z dan Milenial. Diharapkan dengan adanya penelitian ini dapat menjadi pertimbangan seorang investor dalam mengambil keputusan investasi saham.

KAJIAN PUSTAKA

1. Keputusan Investasi

Banyaknya teori yang muncul dan berkembang mengenai investasi, namun intinya tetap sama penundaan penggunaan dana untuk masa depan dengan harapan bisa mendapatkan keuntungan (Charissa, 2018). Keputusan investasi adalah keputusan aset apa yang akan di kelola oleh perusahaan (Ramadani, 2018). Dalam melakukan aktivitas investasi investor tidak bisa mengestimasi secara pasti keuntungan yang akan diperoleh, ini adalah suatu peluang risiko bagi investor yang harus diperhitungkan dan dihadapi (Astutik, 2020). Investor yang rasional Investor diharapkan mengambil keputusan investasi yang tepat mengingat adanya peluang risiko yang bisa didapat. Berkembangnya jumlah *Single Investor Identificatation* (SID) di Indonesia memiliki keterkaitan yang erat pada pengambilan keputusan investasi. Pengambilan keputusan menjadi faktor penting bagi investor karena keberhasilan dalam investasi berkaitan erat dengan keuntungan yang diperoleh. Kurangnya memperdalam sumber informasi terkait investasi hal ini membuat investor mengalami kesulitan dalam mengambil keputusan investasi dengan bijak istilah lain yang digunakan untuk fenomena tersebut adalah *Behavioral Finance* (Harjito, 2009). Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur keputusan investasi yang diadopsi dari penelitian Vitmiasih et al., (2021) yakni *rational, expected return*, dan analisis informasi yang tersedia.

2. Behavioral Finance (Perilaku Keuangan)

Banyaknya peneliti yang menemukan bukti bahwa seorang investor seringkali mengambil keputusan yang tidak rasional jika membuat keputusan finansial sehingga munculnya perkembangan studi keuangan atau *behavioral finance*. Sewell (2007) mendefinisikan perilaku keuangan merupakan studi yang memahami bagaimana faktor psikologis terhadap perilaku keuangan yang dapat mengakibatkan ketidakefisienan pasar. Ada dua unsur dalam *behavioral finance*, yakni *cognitive illusions* dan *limits to arbitrage*. *Cognitif illusion* menjelaskan bagaimana orang-orang berpikir sedangkan *limits to arbitrage* menjelaskan bagaimana cara memprediksi untuk mendapatkan keuntungan (Supramono, 2018). Perilaku keuangan juga bisa dijelaskan sebagai suatu teori yang didasarkan pada ilmu psikologi dengan tujuan memahami bagaimana emosi dan penyimpangan kognitif memengaruhi perilaku kognitif (Silaya & Joseph, 2021). Konsep perilaku bias sendiri merupakan suatu perilaku penimpangan dalam sebuah pemrosesan informasi atau persepsi yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan (Supramono, 2018). Dalam konteks pengambilan keputusan investasi saham persepsi seseorang dapat memberikan pengaruh individu dalam melakukan suatu pengambilan keputusan investasi saham. Faktor emosional dan psikologis memiliki kecenderungan untuk mendistorsi keputusan investasi sehingga adanya perilaku bias yang dilakukan oleh investor (Stefano Calicchio, 2022). Dalam *behavioral finance* bias dibagi menjadi dua yakni *heuristic* dan *prospect theory*, berikut penjelasan mengenai kedua teori tersebut :

3. Heuristic

Menurut teori Kahneman & Tversky (1981) dalam (Istiadi, 2018) menjelaskan *heuristic* merupakan suatu pendekatan yang digunakan untuk mengambil keputusan atau menyelesaikan masalah dengan cepat, umumnya tanpa memerlukan analisis yang mendalam. Yang tujuannya membantu individu dalam pengambilan keputusan lebih cepat dan efisien ketika dihadapkan

pada situasi yang kompleks atau tidak pasti meskipun hasilnya tidak selalu sempurna atau akurat. *Heuristic* adalah metode untuk meneliti atau memiliki suatu masalah menggunakan pengalaman pribadi, *heuristic* sering disebut sebagai *rule of thumb* (aturan yang sederhana seperti menghitung jari) membuat keputusan menjadi lebih mudah yang dapat menyebabkan bias dalam pengambilan keputusan (Harjito, 2009).

a. *Herding*

Herding berasal dari kata *Herd*, yang artinya sekumpulan. Kata *herd* atau *herding* pada dasarnya digunakan untuk menunjuk pada sekumpulan binatang yang bergerak ke berbagai arah yang sama secara bersamaan (Soeparmono, 2018). *Herding* terjadi ketika individu membuat keputusan berlandaskan pada sekelompok orang, seorang individu mengandalkan informasi yang berasal dari sekelompok investor dan mengabaikan informasi lain yang relevan, seperti berita dan laporan keuangan perusahaan (Ramadani, 2018). *Herding* bias biasanya muncul ketika adanya pemilihan investasi yang sejenis oleh investor-investor, bertindak secara sama tanpa adanya pengarahan (Soeparmono, 2018). Seperti saat ini adanya kemajuan teknologi yang cepat memudahkan seorang individu untuk mencari informasi saham, adanya rekomendasi saham dari tokoh *influencer* di media sosial dengan jutaan pengikut, hal ini dapat menyebabkan *herding* bias tanpa adanya proses berpikir fundamental perusahaan. Contoh secara riil generasi muda cenderung mengikuti trend atau keputusan mayoritas, terutama dalam lingkungan digital dan media sosial, contoh secara riil perilaku *herding* pada generasi muda mengikuti trend pasar dalam pembelian saham, karena trend dan cerita sukses seringkali lebih menarik dibandingkan dengan analisis teknikal mendalam. Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur variabel *herding* yang diadopsi dari penelitian Ngoc (2013), yakni mengikuti investor yang dianggap superior dan mengikuti mayoritas investor

b. *Overconfidence*

Era digitalisasi ini yang mudah mendapatkan suatu informasi terkait saham dapat mempengaruhi tingkat *overconfidence* dalam pengambilan keputusan investasi saham. *Overconfidence* merupakan keyakinan yang berlebih atas dirinya sendiri yang mampu memprediksi keberhasilan dalam melakukan investasi (Harjito, 2009). Pengaruh teknologi sosial media dan internet semakin terasa dalam kehidupan sehari-hari generasi milenial dan gen-Z, bias dapat memiliki peran krusial dalam proses pengambilan keputusan investasi. Contoh secara riil pada generasi muda yang terbiasa dengan kemajuan teknologi merasa bahwa mereka dapat memprediksi trend pasar dengan lebih baik daripada analisis teknikal, hal ini juga mendorong mereka untuk mengikuti trend pasar tanpa memperhatikan sinyal jual atau beli pada saat itu. *Overconfidence* memiliki keyakinan dalam mengestimasi masa depan dan pengambilan keputusan yang berlebihan (Hanum Pertiwi & Panuntun, 2023). Adanya kepercayaan diri investor ini dapat menimbulkan *underestimate* pada informasi publik yang dapat menimbulkan kegagalan (Perayunda & Mahyuni, 2022). Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur *overconfidence* yang diadopsi dari penelitian (Cruciani, 2017) dan (Menkhoff et al., 2010) yakni *frequensi trading*, *better than average effect*, dan *miscalibration*.

c. *Confirmation*

Kemajuan teknologi internet atau media sosial mempermudah menampilkan konten yang sesuai dengan preferensi pengguna. Adanya preferensi tersebut individu hanya terpapar pada pandangan dan opini yang sejalan dengan keyakinan mereka, hal ini bisa memperkuat adanya bias *confirmation*. Bias *confirmation* adalah mengabaikan pendapat yang berlawanan dengan sudut pandangannya (Rose & Armansyah, 2022). Investor hanya mencari kebenaran yang sesuai dengan ekspektasinya dan menghindari informasi yang bertolak belakang dengan

ekspektasinya (Araminta, 2021). Contoh secara riil pada investor muda saat ini yakni kemudahan dalam mencari informasi hal ini mendorong seorang investor muda dalam mencari informasi yang sesuai dengan pemikirannya. Keberadaan *confirmation* bias juga bisa mengakibatkan investor membuat keputusan yang buruk terkait waktu pembelian dan penjualan (Soeparmono, 2018). Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur *confirmation* bias yang diadopsi dari penelitian (Husadha et al., 2022) yakni menggunakan informasi sesuai dengan pemikiran dan mengabaikan informasi yang tidak sesuai dengan pemikiran.

d. *Representativeness*

Teknologi canggih juga bisa mempengaruhi dengan cepat stereotip sosial, hal ini dapat membuat individu cenderung mengeneralisasi dan membuat asumsi berdasarkan informasi yang mereka temui secara *online* hal ini dapat memperkuat adanya *representativeness* bias dalam membuat keputusan investasi saham. *Representativeness* merupakan ketergantungan yang berlebih pada stereotip yang dipercaya dan berdasarkan pengalaman masa lalu dalam pengambilan keputusan investasi (Ramadani, 2018). Jadi ketika *trend* masa lalu harga saham mengalami uptrend maka saham perusahaan tersebut baik dan sebaliknya. Menurut (Nada, 2013) dalam (Ramadani, 2018) *representativeness* juga bisa diartikan investor yang menggunakan keputusan praktis untuk mengevaluasi performa perusahaan satu sama lain berdasarkan sejauh mana mereka menunjukkan kinerja yang baik yang dijadikan contoh. Contoh riil pada generasi muda saat ini banakna melihat kesuksesan investasi di perusahaan teknologi, mereka menjadi yakin bahwa investasi di semua perusahaan teknologi pasti menghasilkan keuntungan secara besar, sehingga mereka mengalokasikan seluruh portofolionya pada saham teknologi tanpa mempertimbangkan diversifikasi portofolio yang baik. Hal ini investor mengabaikan kondisi pasar, model bisnis, dan prospek pertumbuhan antar perusahaan. Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur *representativeness* yang diadopsi dari penelitian (Cruciani, 2017) yakni kemiripan berdasarkan kualitas, kemiripan berdasarkan sektor, dan kemiripan berdasarkan skala ekonomi.

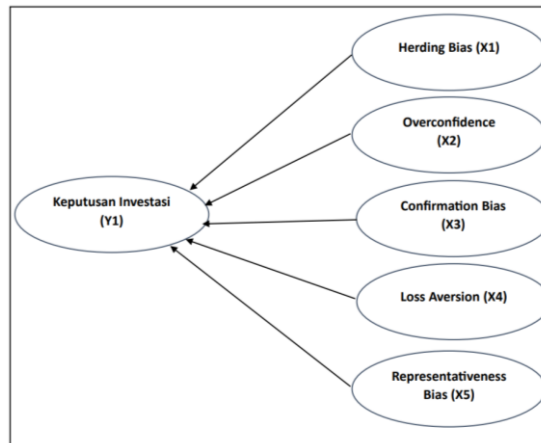
1. *Prospect Theory*

Menurut teori yang dikembangkan oleh Khaneman dan Tversky (1979) dalam (Istiadi, 2018) menjelaskan bagaimana cara individu membuat keputusan investasi yang melibatkan risiko dan ketidakpastian sehingga sering menyimpang asumsi rasional dalam teori ekonomi tradisional. *Prospect Theory* juga menjelaskan bahwa manusia tidak selalu bersikap *risk averse* (menghindari risiko) secara konsisten. Sebaliknya, mereka memiliki kecenderungan menjadi *risk averse* dalam hal keuntungan dan *risk taker* (mengambil risiko) dalam hal kerugian. Fenomena ini menjelaskan bahwa manusia cenderung membuat keputusan yang tidak selalu rasional dalam menghadapi risiko dan ketidakpastian, karena sensitif dengan keuntungan dan kerugian.

a. *Loss Aversion*

Generasi Z dan milenial sering terlibat dalam investasi keuangan khususnya saham, banyaknya platform yang digital yang memberikan kemudahan dalam investasi saham, *loss aversion* bisa mempengaruhi keputusan investor, mereka cenderung menghindari risiko yang mengakibatkan kegagalan. *Loss Aversion* merupakan perilaku investor yang menghindari kerugian akibat risiko pasar (Sakinah et al., 2021). Perilaku *loss aversion* ini mencerminkan sifat investor dimana ketidaknyamanan yang mereka rasakan akibat kerugian lebih besar dibandingkan kebahagiaan yang mereka rasakan dari keuntungan yang mereka peroleh sebanding (Handoyo, 2019). Investor cenderung menahan kerugian meskipun harga saham tersebut tidak sama sekali mengalami kenaikan (Addinpujoartanto & Darmawan, 2020). Contoh riil dalam generasi muda yakni jika mayoritas dalam komunitas investor optimis dalam

saham tertentu, investor yang terkena *loss aversion* mungkin lebih cenderung mengikuti opini mayoritas dan menunggu rebound meskipun analisis fundamental atau teknikal menunjukkan bahwa *cut loss* adalah keputusan yang bijak. Adapun indikator yang digunakan untuk mengukur *loss aversion* yang diadopsi dari penelitian Danarti Hascaryani & Maski, (2021) yakni sensitifitas kerugian lebih tinggi daripada keuntungan dan kondisi portofolio.



Gambar 3. Kerangka Konseptual

Sumber : Penulis

Hubungan *herding* terhadap keputusan investasi saham

Penelitian yang dilakukan oleh (Berliana Viera Sabilla & Tri Kartika Pertiwi, 2021) menemukan bahwa *herding* bias mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi saham hal ini dilakukan untuk menghindari risiko yang dapat ditimbulkan sehingga cenderung mengikuti keputusan investasi investor lain. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh (Qasim et al., 2019) menunjukkan bahwa variabel *herding* memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi di Pakistan, kondisi ini terjadi karena kurangnya perkembangan dan efisiensi dalam pasar saham Pakistan sehingga informasi tidak tersedia bagi seluruh investor. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Wayan Rona & Kadek Sinarwati, (2021) menyatakan bahwa variabel *herding* mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi saham, bias ini cenderung terjadi karena memiliki produk investasi yang sama, sehingga investor cenderung mengikuti perilaku investor tersebut. Selain itu banyak kalangan investor yang mudah tertarik investasi karena ada saran dan dukungan orang lain.

H1 : *Herding* bias berpengaruh positif terhadap keputusan investasi saham

Hubungan *overconfidence* terhadap keputusan investasi saham

Penelitian yang dilakukan oleh (Wayan Rona & Kadek Sinarwati, 2021) menemukan bahwa *overconfidence* mempunyai pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham dikarenakan investor memiliki kepercayaan diri yang berlebihan terhadap kemampuan yang dimiliki tanpa menimbang faktor eksternal seperti saran, informasi, dan tren yang ada. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh (Phan & Zhou, 2022) menemukan bahwa adanya *overconfidence* di pasar saham Vietnam dalam pengambilan keputusan investasi, mereka percaya diri memiliki kemampuan lebih dalam memilih saham dan mereka percaya bahwa keberhasilan investasi disebabkan oleh pengetahuan dan pengalaman mereka sendiri. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh (Yuwono & Altiyane, 2023) menemukan adanya bias *overconfidence* di kalangan mahasiswa kota Batam, mahasiswa percaya diri atas kemampuan yang dimiliki karena selama perkuliahan mendalami pengetahuan tentang investasi.

H2 : *overconfidence* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi

Hubungan *confirmation* terhadap keputusan investasi saham

Penelitian yang dilakukan oleh (Husadha et al., 2022b) menunjukkan bahwa variabel *confirmation* bias berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham investor terpengaruh adanya saran dari investor lain yang belum tentu tahu baik atau tidaknya, fenomena ini terjadi karena investor menginginkan keuntungan yang cepat sehingga investor cenderung mengikuti nasihat investor lain yang menurut mereka bagus, meskipun tidak selalu bagus untuk jangka panjang. Kemudian penelitian yang dilakukan (Rose & Armansyah, 2022) terpengaruh secara langsung oleh perilaku yang cenderung mengutamakan informasi atau pandangan yang sejalan dengan pandangan atau pemikirannya. Selanjutnya penelitian yang dilakukan (Wandita, 2017) menunjukkan bahwa adanya pengaruh *confirmation* bias terhadap keputusan investasi saham, ketika terlibat dalam transaksi pembelian saham investor hanya berusaha mencari informasi yang baik sebaliknya jika penjualan investor hanya berusaha mencari informasi yang buruk.

H3 : *Confirmation* bias berpengaruh positif terhadap keputusan investasi saham

Hubungan *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham

Penelitian yang dilakukan oleh (Gunawan & Wiyanto, 2022) menunjukkan bahwa adanya pengaruh signifikan variabel *loss aversion* terhadap pengambilan keputusan investasi saham, investor memiliki sifat enggan dalam kerugian. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh (Elhando Badri & Elsa Putri, 2021) menunjukkan bahwa adanya *loss aversion* pada investor milenial di Kota Lampung, investor kecenderungan menghindari kerugian (*risk averse*) mereka menganggap menghindari kerugian lebih berarti daripada mendapatkan keuntungan, jika harga saham mengalami penurunan mereka cenderung untuk mempertahankannya dengan harapan harga saham akan mengalami peningkatan di masa mendatang sebaliknya jika investasi mengalami peningkatan mereka cenderung menjualnya tanpa analisis lebih lanjut karena khawatir investasi tersebut mengalami penurunan. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh (Humairo & Panuntun, 2022) menunjukkan pada pandemi Covid-19 telah menciptakan ketidakpastian dalam kondisi pasar modal. Generasi Z cenderung memiliki penghindaran risiko/kerugian selama masa pandemi.

H4 : *Loss aversion* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi

Hubungan *representativeness* bias terhadap keputusan investasi saham

Penelitian yang dilakukan oleh (Halmawati, 2020) yang menunjukkan variabel *representativeness* bias berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham, hal ini menunjukkan investor berinvestasi berdasarkan pengalaman masa lalu. Kemudian penelitian yang dilakukan (Azhari, 2022) menunjukkan bahwa variabel *representativeness* bias mempengaruhi keputusan investasi saham, saat investor investor menghadapi kesulitan dalam berinvestasi mereka merujuk pada pengalaman mereka di masa lalu.

H5 : *representativeness* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian

Penelitian yang akan dilakukan adalah penelitian kuantitatif yang menggunakan metode analisis *Partial Least Square* dengan *Model Structural Equation Modeling* (SEM-PLS) melalui pendekatan varian. Sesuai dengan definisi yang diberikan oleh (Sugiyono, 2017), penelitian kuantitatif ini didasarkan pada filosofi positivisme dan bertujuan untuk menguji hipotesis dengan cara mengambil sampel statistik dari populasi yang diteliti. Pendekatan ini dipilih karena penelitian akan mengkaji pengaruh dan hubungan antara berbagai faktor eksogen dan endogen sebagaimana yang tercantum dalam hipotesis penelitian.

Populasi dan Sampel

Populasi yang menjadi fokus penelitian ini adalah generasi Z dan milenial di Indonesia. Pengambilan populasi ini dipertimbangkan dengan alasan bahwa seluruh anggota generasi ini memiliki potensi untuk melakukan investasi saham. Untuk memilih sampel, metode *purposive sampling* akan digunakan. Sampel akan dipilih berdasarkan kriteria tertentu yang harus mereka penuhi untuk mengisi kuisisioner penelitian. Berikut adalah kriteria yang akan digunakan:

- Responden adalah individu generasi Z dan milenial berusia antara 17 hingga 42 tahun.
- Mereka telah memiliki pengalaman terkait investasi saham minimal 3 tahun di Bursa Efek Indonesia
- Sedang atau aktif melakukan trading saham

Kriteria untuk memilih responden generasi Z dan milenial ini disesuaikan dengan konteks penelitian yang dilakukan di Indonesia. Selain itu, penelitian ini difokuskan pada kelompok usia produktif (17-42 tahun) karena pada usia tersebut, mereka dianggap sudah cukup dewasa untuk membuat keputusan investasi saham yang potensial. Selanjutnya dalam penentuan sampel penulis menggunakan metode *purposive sampling* yang memanfaatkan rumus *lameshow*. Riyanto & Hatmawan, (2020) menjelaskan bahwa perhitungan sampel dengan memanfaatkan rumus sampel digunakan untuk mengestimasi total sampel pada populasi yang tidak diketahui secara pasti, berikut rincian rumus yang digunakan:

$$N = \frac{Z^2 \cdot p \cdot (1-p)}{d^2}$$

Keterangan :

n = Jumlah sampel

z = Nilai Standart = 1,96

p = Maksimal estimasi 50% = 0,5

d = Alpha (0,10) tingkat kesalahan 10% = 0,1

Dengan menggunakan rumus yang telah disebutkan diatas, pengambilan sampel dapat dihitung dengan menggunakan rumus *lameshow*, dengan batas estimasi maksimum sebesar 50% dan tingkat kesalahan yang ditetapkan sebesar 10%.

$$n = 1,96^2 \cdot 0,5 \cdot (1 - 0,5) / 0,1$$

$$n = 3,8416 \times 0,25 / 0,1$$

$$n = 0,9604 / 0,01$$

$$n = 96,04$$

Merujuk pada hasil perhitungan diatas, sehingga bisa disimpulkan bahwa jumlah sampel minimal yang dibutuhkan adalah 96 responden.

Pengumpulan Data dan Definisi Operasional Variabel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data primer yang diperoleh melalui penggunaan kuisisioner sebagai alat pengumpulan informasi. Kuisisioner disebarluaskan di seluruh wilayah Indonesia untuk mendapatkan data tentang indikator-indikator yang termasuk dalam variabel penelitian. Indikator penelitian telah disusun dalam bentuk skala *Likert*, yang digunakan untuk menilai indikator-indikator ini berdasarkan persepsi yang dimiliki oleh responden. Penggunaan skala *Likert* digunakan untuk mengukur pandangan atau persepsi individu atau kelompok dengan mempertimbangkan beberapa nilai dan kriteria yang telah ditentukan Morris (2017) Tiap pertanyaan dilengkapi dengan rentang jawaban sesuai dengan Morris (2017), yang melibatkan skor mulai dari 1 (sangat tidak setuju), 2 (tidak

setuju), 3 (netral), 4 (setuju), 5 (sangat setuju), Variabel eksogen dan endogen dalam penelitian ini diberikan definisinya dalam tabel yang disajikan berikut ini:

Variabel	Definisi Operasional	Indikator Variabel
Herding bias	Herding merupakan perilaku investor membuat keputusan yang mengikuti sekelompok investor lain (Ramadani, 2018).	<ul style="list-style-type: none"> - Mengikuti investor yang dianggap superior - Mengikuti mayoritas investor (Ngoc, 2013)
Overconfidence bias	Overconfidence adalah keyakinan yang berlebih atas dirinya sendiri yang mampu memprediksi keberhasilan dalam melakukan investasi (Harjito, 2009).	<ul style="list-style-type: none"> - Frekuensi trading - Better than average effect (Cruciani, 2017) - Miscalibration (Menkhoff et al., 2010)
Confirmation bias	Bias confirmation adalah mengabaikan pendapat yang berlawanan dengan sudut pandangannya (Rose & Armansyah, 2022).	<ul style="list-style-type: none"> - Menggunakan informasi yang sesuai dengan pemikiran - Mengabaikan informasi yang tidak sesuai dengan pemikiran (Husadha et al., 2022)
Loss Aversion	Perilaku loss aversion ini merupakan ketidaknyamanan yang mereka rasakan akibat kerugian lebih besar dibandingkan kebahagiaan yang mereka rasakan dari keuntungan yang sebanding (Handoyo, 2019).	<ul style="list-style-type: none"> - Sensitifitas kerugian lebih tinggi daripada keuntungan - Kondisi portofolio (Danarti Hascaryani & Maski, 2021)
Representativeness bias	Representativeness merupakan perilaku investor ketergantungan yang berlebih pada stereotip yang dipercaya (Ramadani, 2018).	<ul style="list-style-type: none"> - Kemiripan skala ekonomi - Kemiripan kualitas - Kemiripan sektor (Cruciani, 2017)
Keputusan Investasi	Keputusan investasi adalah keputusan investor untuk menjual atau membeli produk investasi dengan tujuan memperoleh keuntungan berupa <i>capital gain</i> (Ayu Wulandari Rr Iramani, 2014).	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Rational</i> - Analisis Informasi yang tersedia - <i>Expected Return</i> (Vitmiasih et al., 2021)

Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini, analisis data dilakukan menggunakan pendekatan *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan fokus pada varians. Pendekatan analisis data SEM digunakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel laten atau variabel yang tidak memiliki pengukuran standar khusus. Selain itu, metode analisis data ini dipilih karena penelitian ini melibatkan variabel laten yang memiliki banyak indikator, sehingga SEM dianggap sebagai metode yang sesuai (J. F. Hair et al., 2021). Jenis model *Structural Equation* yang digunakan adalah *Partial Least Square* (SEM-PLS). Penggunaan metode analisis SEM-PLS bertujuan untuk mengembangkan atau membangun teori, terutama dalam konteks perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi saham. Saat ini, teori yang ada masih terbatas pada beberapa kerangka teori dan konsep sederhana yang terdapat dalam jurnal penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini lebih berfokus pada pembangunan dan pengembangan teori. Analisis

yang dapat dilakukan menggunakan *Partial Least Square* (PLS) dapat mencakup sejumlah uji model berikut:

Uji Measurement (*Model Outer*)

Model pengukuran (*model outer*) adalah representasi yang menggambarkan bagaimana indikator-indikator berkaitan dengan variabel tersembunyi (*latent*). Dalam evaluasi model outer, kita melakukan uji terhadap validitas dan reliabilitas data yang digunakan untuk mengukur variabel tersembunyi tersebut. Untuk menguji validitas, kita menggunakan pendekatan *Multi Trait-Multi Method* (MTMM) untuk menilai validitas konvergen dan diskriminan. Selain itu, kita juga mengukur reliabilitas dengan menggunakan *Cronbach's Alpha* dan *Composite Reliability* (Ghozali & Latan, 2015)

a. Validitas Konvergen

Validitas konvergen digunakan untuk mengevaluasi sejauh mana indikator-indikator mencerminkan dengan baik konstruk variabel laten yang mereka wakili. Pengukuran validitas konvergen dapat dilakukan dengan menggunakan pendekatan *Multi Trait-Multi Method* (MTMM) untuk menguji validitas konvergen dan diskriminan. Salah satu cara untuk mengukur validitas konvergen adalah dengan melihat nilai *Average Variance Extracted* (AVE), dimana nilai AVE yang lebih besar dari 0,5 menunjukkan bahwa indikator mampu mencerminkan lebih dari 50% dari variabilitas konstruk yang terkait (Hair et al., 2014).

b. Validitas diskriminan

Validitas diskriminan adalah cara untuk menilai sejauh mana indikator mengukur konstruk yang dimaksud dengan baik. Ini berdasarkan prinsip bahwa setiap indikator harus memiliki korelasi yang tinggi dengan konstruk yang seharusnya diukurnya, sementara tidak seharusnya memiliki korelasi yang tinggi dengan indikator konstruk yang berbeda. Dalam perangkat lunak SmartPLS, validitas diskriminan dapat dinilai menggunakan beberapa metode, termasuk *crossloading*, *Fornell-Lacker Criterion*, dan rasio *Heterotrait-Monotrait* (HTMT) (Henseler et al., 2015). Indikator dianggap valid secara diskriminan jika nilai *cross loading* indikator lebih tinggi dibandingkan dengan indikator lain, dan rasio HTMT indikator harus kurang dari 0.90 (Henseler et al., 2015).

c. Uji Reliabilitas

Reliabilitas adalah cara untuk menguji konsistensi dan akurasi indikator dalam mengukur variabel konstruk. Dalam metode PLS-SEM menggunakan *software* SmartPLS 3.2.9, reliabilitas variabel dengan indikator reflektif dapat dinilai melalui dua cara, yaitu *Composite Reliability* dan *Cronbach's Alpha* (Hair et al., 2014). Variabel dianggap reliabel jika kedua nilai ini lebih besar dari 0.7 (Ghozali & Latan, 2015).

Uji Struktural Model (*Inner Model*)

Uji Struktural Model (*Inner Model*) adalah proses untuk menguji kekuatan hubungan antara variabel laten atau konstruk dalam model berdasarkan teori substansial yang ada. Proses evaluasi *Inner Model* ini melibatkan beberapa tahap, seperti yang dijelaskan oleh Ghozali (2018) :

a. *Path Coefficients* dan Signifikansi

Tahap pertama adalah melihat signifikansi dan kekuatan hubungan kausal antara variabel laten. Ini dapat dilihat melalui koefisien jalur (*Path Coefficient*) yang menggambarkan seberapa kuat hubungan antar variabel. Selain itu, signifikansi hubungan tersebut dievaluasi menggunakan uji T-test atau *Critical Ratio* (CR) yang diperoleh melalui proses *bootstrapping*

(metode *resampling*). Kemudian dalam pendekatan *bootstrapping* ini dapat melihat hasil Tstatistik memiliki nilai >1.96 dan $P\ value <0.05$ (Darwin & Umam, 2020).

b. Mengevaluasi Nilai *R-Square* (R^2)

Nilai *R-Square* dalam analisis SEM-PLS digunakan untuk mengindikasikan sejauh mana variabel endogen dapat menjelaskan variasi dalam variabel eksogen. Ini membantu dalam memahami seberapa baik model menjelaskan hubungan antar variabel.

4. HASIL ANALISIS

Karakteristik Responden

Pengumpulan data dilakukan secara online dengan menyebarkan tautan google formulir kepada responden melalui berbagai platform media sosial. Partisipasi dalam survei ini mencapai 142 orang, dengan mengikuti kriteria sebagai berikut :

Profil Responden	Frekuensi	Presentase
Investor		
Sedang aktif melakukan trading saham	142	100%
Investor minimal 3 tahun pengalaman	142	100%
Usia		
17-20	15	10,6%
21-30	111	78,2%
31-42	16	11,3%
Pendidikan Terakhir		
SD/Sederajat	0	0,00%
SMP/Sederajat	0	0,00%
SMA/Sederajat	72	50,7%
Diploma	8	5,6%
Sarjana	55	38,7%
Magister	5	3,5%
Doktor	2	1,4%
Pekerjaan		
Pelajar	3	2,1%
Mahasiswa	69	48,6%
Wirausaha	11	7,7%
Pegawai Swasta	29	20,4
Pegawai BUMN	6	4,2%
Pegawai Negeri/TNI-Polri	4	2,8%
Ibu Rumah Tangga	1	0,7%
Lainnya	19	13,4%
Pendapatan Per Bulan		
< Rp 2000.000	45	31,7%
Rp 2000.000-Rp 4000.000	38	26,8%
Rp 4000.000-Rp 6000.000	22	15,5%
Rp 6000.000-Rp 8000.000	8	5,6%
Rp 8000.000-Rp 10.000.000	7	4,9%
> Rp 10.000.000	22	15,5%
Domisili		
Jawa	109	76,8%

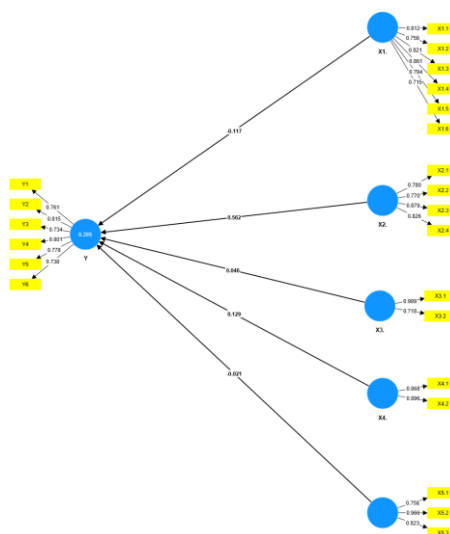
Sumatera	6	4,2%
Kalimantan	3	2,1%
Sulawesi	10	7%
Papua	9	6,3%
Lainnya	5	3,5%

Sumber : Data Diolah Peneliti (2023)

Tabel yang terlampir diatas mencerminkan karakteristik responden dalam penelitian ini. Seluruh 142 responden atau 100% dari jumlah total, dididentifikasi sebagai investor yang aktif trading saham saat ini dan berpengalaman menjadi investor minimal 3 tahun lebih. Selanjutnya dari segi rentang usia mayoritas 21-30 tahun (78,2%), kemudian responden berumur 31-42 sebanyak 16 responden (11,3%), dan investor yang berumur 17-20 tahun sebanyak 15 responden (10,6%). Adapun pendidikan terakhir, mayoritas sebagian responden SMA/Sederajat sebesar 72 responden (50,7%), kemudian sarjana sebanyak 55 responden (38,7%), diploma sebanyak 8 responden (5,6%), magister sebanyak 5 responden (3,5%), dan doktor sebanyak 2 responden (1,4%). Dari segi pekerjaan mayoritas responden adalah mahasiswa mencapai 69 responden (48,6%) dan beberapa berasal dari latar belakang pekerjaan lainnya, seperti wirausaha, pegawai swasta, pegawai bumh, pegawai negeri/TNI-Polri, ibu rumah tangga, dan lainnya. Terkait pendapatan bulanan sebagian responden adalah kurang dari Rp 2000.000 per bulan sebanyak 45 responden (31,7%), kemudian pendapatan perbulan Rp 2000.000 hingga Rp 4000.000 sebanyak 38 responden (26,8%) dikarenakan mayoritas responden sebagai mahasiswa. Selanjutnya dalam hal domisili, mayoritas responden berasal dari wilayah Jawa sebanyak 109 responden (76,8%), kemudian diikuti Sulawesi sebanyak 10 responden (7%) dan sejumlah kecil responden dari berbagai wilayah lain di Indonesia, seperti Sumatera, Kalimantan, Papua, dan wilayah lainnya.

Uji Measurement (Outer Model)

Model pengukuran (*model outer*) adalah representasi yang menggambarkan bagaimana indikator-indikator berkaitan dengan variabel tersembunyi (*latent*). Dalam evaluasi model outer, kita melakukan uji terhadap validitas dan reliabilitas data yang digunakan untuk mengukur variabel tersembunyi tersebut. Untuk menguji validitas, kita menggunakan pendekatan *Multi Trait-Multi Method (MTMM)* untuk menilai validitas konvergen dan diskriminan. Selain itu, kita juga mengukur reliabilitas dengan menggunakan *Cronbach's Alpha* dan *Composite Reliability* (Ghozali & Latan, 2015)



Gambar . Hasil PLS-SEM Algorithm Smart PLS 4
Sumber : Data Diolah Peneliti (2023)

Uji Validitas Konvergen

Adapun validitas konvergen bisa diukur menggunakan nilai *Loading Factor* (Loading Factor) dan *Average Variance Extracted* (AVE). Indikator bisa dikatakan valid jika Loading factor $> 0,7$ (Ghozali & Latan, 2015). Kemudian nilai *Average Variance Extracted* (AVE) bisa dikatakan lolos uji jika memiliki nilai $> 0,5$ sehingga menunjukkan indikator tersebut dapat mencerminkan variabel laten lebih dari 50%. Berikut tabel uji validitas konvergen pada penelitian ini:

Variabel	Kode	Loading Factor	Average Variance Extracted	Keterangan
Herding	X1.1	0.812	0.631	Lolos
	X1.2	0.756		Lolos
	X1.3	0.821		Lolos
	X1.4	0.861		Lolos
	X1.5	0.794		Lolos
	X1.6	0.715		Lolos
Overconfidence	X2.1	0.780	0.664	Lolos
	X2.2	0.770		Lolos
	X2.3	0.879		Lolos
	X2.4	0.826		Lolos
Confirmation	X3.1	0.989	0.747	Lolos
	X3.2	0.717		Lolos
Loss Aversion	X4.1	0.868	0.778	Lolos
	X4.2	0.896		Lolos
Representativeness	X5.1	0.758	0.728	Lolos
	X5.2	0.966		Lolos
	X5.3	0.823		Lolos
Keputusan Investasi Saham	Y1	0.761	0.595	Lolos
	Y2	0.815		Lolos
	Y3	0.734		Lolos
	Y4	0.801		Lolos
	Y5	0.778		Lolos
	Y6	0.738		Lolos

Sumber : Data diolah Penulis (2023)

Pada tabel diatas menunjukkan hasil uji validitas, semua item indikator memiliki nilai loading factor $> 0,7$. Variabel *herding* memiliki 2 indikator yang semuanya lolos uji, variabel *overconfidence* memiliki 3 indikator yang semuanya lolos uji, variabel *confirmation* memiliki 2 indikator yang semuanya lolos uji, variabel *loss aversion* memiliki 3 indikator yang semuanya lolos uji, dan variabel *representativeness* memiliki 3 indikator yang semuanya lolos uji. Adapun nilai *Average Variance Extracted* (AVE) dari variabel *Herding* sebesar 0.631, variabel *overconfidence* memiliki nilai *Average Variance Extracted* (AVE) sebesar 0.664, kemudian variabel *confirmation* memiliki nilai *Average Variance Extracted* (AVE) sebesar 0.747, variabel *loss aversion* memiliki nilai *Average Variance Extracted* (AVE) sebesar 0.778, variabel *representativeness* memiliki nilai *Average Variance Extracted* (AVE) sebesar 0,728,

dan variabel keputusan investasi saham memiliki nilai *Average Variance Extracted* (AVE) sebesar 0,595. Sehingga bisa disimpulkan bahwa penelitian ini dianggap valid dan mampu merepresentasikan 50 % lebih dari variabel yang dapat dijelaskan oleh indikator-indikator.

Uji Validitas Diskriminan

Validitas Diskriminan bisa diukur menggunakan dua metode yakni, nilai *Cross Loading* dan *Heterotrait-Monotrait* (HTMT) (Henseler et al., 2015) Suatu indikator bisa dikatakan valid jika nilai *cross loading*nya lebih tinggi terhadap konstruk yang seharusnya mencerminkannya daripada konstruk lainnya (Henseler et al., 2015). Adapun penggunaan *Heterotrait-Monotrait* (HTMT) untuk menjamin bahwa indikator tersebut memiliki validitas diskriminan, indikator dapat dikatakan valid jika HTMT nya kurang dari 0,90 (Henseler et al., 2015). Berikut *Cross Loading*:

	X1	X2	X3	X4	X5	Y
X1.1	0.812	-0.260	0.060	0.256	0.454	-0.169
X1.2	0.756	-0.154	0.081	0.236	0.242	-0.100
X1.3	0.821	-0.089	0.108	0.261	0.350	-0.101
X1.4	0.861	-0.146	0.061	0.296	0.350	-0.180
X1.5	0.794	-0.034	0.074	0.309	0.341	-0.123
X1.6	0.715	-0.022	0.147	0.266	0.338	-0.091
X2.1	-0.183	0.780	0.289	0.042	-0.117	0.558
X2.2	-0.059	0.770	0.186	0.077	0.057	0.416
X2.3	-0.103	0.879	0.345	0.048	0.013	0.513
X2.4	-0.175	0.826	0.344	0.096	-0.003	0.474
X3.1	0.073	0.357	0.989	0.354	0.194	0.307
X3.2	0.205	0.266	0.718	0.317	0.201	0.065
X4.1	0.299	0.027	0.315	0.868	0.122	0.122
X4.2	0.302	0.107	0.335	0.896	0.196	0.136
X5.1	0.463	0.017	0.146	0.227	0.758	-0.001
X5.2	0.460	0.002	0.195	0.216	0.966	-0.059
X5.3	0.292	-0.073	0.182	0.059	0.823	-0.027

Sumber : Olah Data Penulis (2023)

Dalam tabel tersebut menunjukkan nilai *cross loading*nya lebih besar pada setiap item indikator daripada item indikator lain dalam variabel yang berbeda. Hal ini menunjukkan bahwa setiap item indikator lebih efektif dalam menjelaskan variabelnya sendiri daripada dalam variabel lainnya (Henseler et al., 2015). Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini memenuhi validitas diskriminan dengan metode *cross loading*. Berikut validitas deskriminan dengan metode HTMT:

	X1	X2	X3	X4	X5	Y
X1						
X2	0.193					
X3	0.200	0.435				
X4	0.427	0.107	0.509			
X5	0.512	0.093	0.254	0.241		
Y	0.181	0.697	0.265	0.187	0.117	

Sumber : Olah Data Penulis (2023)

Pada tabel tersebut menunjukkan tingkat korelasi rata-rata antara indikator dalam masing-masing variabel laten yang ada. Batas nilai rata-rata HTMT ini sebesar 0,9 yang artinya jika nilai rata-rata HTMT dibawah 0,9 indikator dalam masing-masing variabel dapat diidentifikasi (Henseler et al., 2015). Penelitian ini menunjukkan validitas deskriminan dengan metode HTMT menunjukkan nilai dibawah 0,9 sehingga penelitian ini memenuhi validitas deskriminan.

Uji Reabilitas

Uji reliabilitas dapat diukur dengan dua metode yakni dengan menggunakan nilai *Composite Reliability* (CR) dan *Cronbach's Alpha* (CA) (Hair et al., 2014). Suatu variabel dapat dikatakan memiliki reabilitas yang baik jika nilai *Composite Reliability* dan *Cronbach's Alpha* diatas angka 0,70 (Ghozali & Latan, 2015).

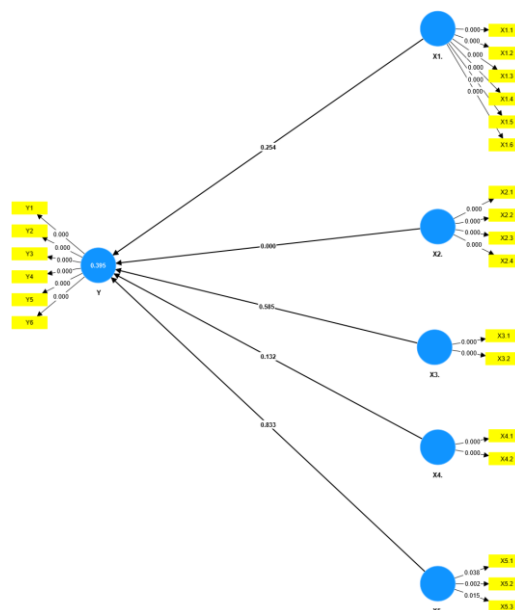
Variabel	Cronbach's Alpha	Composite Reliability
X1	0.885	0.922
X2	0.831	0.838
X3	0.756	2.411
X4	0.716	0.721
X5	0.855	1.184
Y	0.864	0.870

Sumber : Data diolah Peneliti (2023)

Tabel diatas menunjukkan *Cronbach's Alpha* dan *Composite Reliability* yang memiliki angka diatas 0.7 Sehingga penelitian ini memiliki realibilitas yang baik, yang artinya model penelitian ini bisa diandalkan dan mampu menggambarkan hasil dari jumlah responden yang lebih besar.

Uji Struktural Model (*Inner Model*)

Uji struktural model atau *inner model* bertujuan untuk menggambarkan hubungan sebab akibat antar variabel laten. Uji Struktural dilakukan dengan melihat nilai koefisien jalur dan nilai *R-Square*.



Gambar . Hasil Bootstrapping SmartPLS 4
 Sumber : Data diolah Penulis (2023)

Uji Koefisien Jalur (*Path Coefficient*) dan Tingkat Signifikansi

Tahap pertama dalam pengukuran *inner model* yang harus dilakukan adalah uji koefisien jalur, hal ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana variabel laten mempengaruhi satu sama lain. Dalam analisis ini akan memaparkan bagaimana variabel eksogen berpengaruh secara langsung terhadap variabel endogen. Berikut tabel koefisien jalur :

Variabel	Original Sample (O)	T-Statistik (O/STDEV)	P Values	Keterangan
X1 >Y	-0.117	1.140	0.254	Tidak Signifikan
X2 >Y	0.562	7.858	0.000	Signifikan
X3 >Y	0.046	0.546	0.585	Tidak Signifikan
X4 >Y	0.129	1.508	0.132	Tidak Signifikan
X5 >Y	-0.021	0.211	0.833	Tidak Signifikan

Sumber : data diolah oleh peneliti (2023)

Dari tabel diatas tingkat signifikansi bisa dilihat dari nilai T-statistik >1.96 dan P-Value < 0.05 yang dihasilkan melalui *bootstrapping* (Hair et al., 2014). Dalam penelitian ini dari lima hipotesis, hanya satu variabel yang memiliki tingkat signifikansi positif yakni variabel *overconfidence*.

Evaluasi nilai R-Square

Selanjutnya dilakukan uji evaluasi nilai *R-Square*. Nilai *R-Square* dapat menggambarkan sejauh mana variabel independen mempengaruhi variabel dependen.

	R-Square	R-Square Adjusted
Y	0.395	0.372

Sumber : data diolah oleh peneliti (2023)

Tabel diatas menunjukkan bahwa variabel Y memiliki nilai *Rsquare* sebesar 0.395 yang menunjukkan bahwa dalam penelitian ini variabel independen mampu menjelaskan variabel dependennya sebesar 39.5% sisanya 60,5% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini. Menurut Chin (1998) nilai R-Square diatas 0,33 dianggap sebagai *R-Square* yang moderat atau sedang.

PEMBAHASAN**Pengaruh *Herding* Terhadap Keputusan Investasi Saham**

Adapun analisis yang telah dilakukan variabel *herding* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham. Sebagian dari mereka 48,6% sebagai Mahasiswa, 38,7% lulusan sarjana, 3,5% lulusan Magister, dan 1,4% lulusan S3 atau doktor dengan hal ini mereka mempunyai pengetahuan secara mendalam terkait saham beserta analisis fundamental maupun teknikal sehingga tidak mudah terpengaruh. Ditunjang dengan adanya komunitas investor antar regional maupun provinsi yang sering mengadakan pelatihan terkait analisis saham baik secara teknikal maupun fundamental. Selain itu banyaknya galeri investasi yang tersebar di perguruan tinggi sering mengadakan pelatihan. Artinya dalam penelitian ini tidak ditemukan adanya bias *herding* pada generasi z dan milenial dalam membuat keputusan investasi saham, dalam

penelitian ini tidak mendukung *Behavior Finance Theory* yang menjadi dasar variabel *herding* menjelaskan bahwa seseorang dalam pengambilan keputusan khususnya finansial seringkali melibatkan faktor-faktor psikologi, sikap atau perilaku yang dimiliki, emosi, dan kecenderungan yang dimiliki sehingga menimbulkan sifat *irrational* (Supramono, 2018). Hal ini juga ditunjang dengan penelitian Mahadevi & Asandimitra, (2021) menunjukkan bahwa variabel *herding* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan mayoritas investor mahasiswa yang mana mereka bisa memanfaatkan sosial media sebagai akses informasi dan pengetahuan investasi hal ini juga ditunjang dengan banyaknya galeri investasi pada perguruan tinggi. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Salerindra (2020) menunjukkan bahwa variabel *herding* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan pengambilan keputusan investasi berdasarkan hasil analisis fundamental dan teknikal, dan penelitian yang dilakukan oleh Bakar & Yi (2016) menunjukkan bahwa variabel *herding* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan investor tidak mudah terpengaruh adanya trend pasar dan tidak mudah terpengaruh investor lain.

Pengaruh *Overconfidence* Terhadap Keputusan Investasi Saham

Analisis yang telah dilakukan variabel *overconfidence* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi saham. Dalam penelitian ini bias *overconfidence* terjadi dikarenakan responden sering melakukan investasi atau *frequensi trading* yang tinggi. Selain itu responden merupakan investor yang berpengalaman minimal 3 tahun, sehingga memiliki percaya diri yang tinggi hal ini juga ditunjang dengan adanya pengalaman seringnya melakukan investasi dan pengetahuan terkait analisis fundamental dan teknikal saham. dalam penelitian ini mendukung *Behavior Finance Theory* yang menjadi dasar variabel *overconfidence* menjelaskan bahwa seseorang dalam pengambilan keputusan khususnya finansial seringkali melibatkan faktor-faktor psikologi, sikap atau perilaku yang dimiliki, emosi, dan kecenderungan yang dimiliki sehingga menimbulkan sifat *irrational* (Supramono, 2018). Seorang investor yang memiliki percaya diri yang tinggi dan pengalaman seringnya melakukan trading saham akan menganggap rendahnya risiko yang akan datang Hal ini yang ditunjang dengan penelitian Fridana & Asandimitra, (2020) dan Leiwakabessy et al., (2021) menunjukkan bahwa variabel *overconfidence* berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan mayoritas responden mahasiswa memiliki kepercayaan yang berlebih atas kemampuan yang dimilikinya. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh S. Riaz et al., (2020) menunjukkan bahwa variabel *overconfidence* berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan pada saat kondisi yang genting Covid-19 investor di Pakistan percaya diri menggunakan pengetahuan dan keterampilan mereka , selama kondisi yang tidak pasti memberikan keputusan yang cepat serta membantu dalam meramalkan *trend*. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Novianggie & Asandimitra, (2019) menunjukkan bahwa variabel *overconfidence* berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan responden memiliki *better than average effect* yang tinggi sehingga mereka menjadi ambisius untuk meningkatkan investasi.

Pengaruh *Confirmation* Terhadap Keputusan Investasi Saham

Analisis yang telah dilakukan variabel *confirmation* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham. Hal ini dikarenakan investor cenderung mencari informasi dari berbagai sumber dan sudut pandang. Dengan memiliki banyak informasi, mereka dapat menjadi lebih objektif dalam menilai informasi dan menghindari kesalahan dalam satu sudut pandang atau keyakinan yang sudah ada sebelumnya. Kemudian banyaknya responden investor dari generasi milenial yang mana sangat *up to date* terhadap kemajuan teknologi sehingga memudahkan akses informasi yang relevan dan banyak referensi. dalam penelitian ini tidak mendukung *Behavior Finance Theory* yang menjadi dasar variabel *confirmation* menjelaskan bahwa

seseorang dalam pengambilan keputusan khususnya finansial seringkali melibatkan faktor-faktor psikologi, sikap atau perilaku yang dimiliki, emosi, dan kecenderungan yang dimiliki sehingga menimbulkan sifat *irrational* (Supramono, 2018). Hal ini juga ditunjang penelitian sebelumnya Araminta, (2021) menunjukkan bahwa variabel *confirmation* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan investor memiliki berbagai sumber referensi dan tidak hanya berpacuan pada satu sudut pandang saja. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Nurvitasari et al., (2021) menunjukkan bahwa variabel *confirmation* bias tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi dikarenakan sebagian besar responden generasi milenial yang berada pada usia produktif di era kemajuan teknologi yang sangat pesat sehingga memudahkan akses informasi dan referensi yang melimpah sesuai dengan kebutuhan.

Pengaruh *Loss Aversion* Terhadap Keputusan Investasi Saham

Analisis yang telah dilakukan variabel *loss aversion* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham. Adapun penyebab tidak signifikan *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham adalah investor tidak memiliki ketakutan dengan adanya risiko kerugian yang didapatkan. Mereka berinvestasi selama bertahun-tahun sehingga mempunyai pengalaman banyak dalam menghadapi situasi pasar yang berbeda. Dalam proses ini mereka mampu belajar emosi dan memahami bahwa fluktuasi pasar merupakan bagian yang wajar dari investasi. Investor yang berpengalaman cenderung melakukan diversifikasi portofolio sehingga bisa mengurangi risiko konsentrasi pada satu saham atau satu sektor tertentu, dengan adanya diversifikasi ini dapat mengurangi dampak potensial dari kerugian. dalam penelitian ini tidak mendukung *Behavior Finance Theory* yang menjadi dasar variabel *loss aversion* menjelaskan bahwa seseorang dalam pengambilan keputusan khususnya finansial seringkali melibatkan faktor-faktor psikologi, sikap atau perilaku yang dimiliki, emosi, dan kecenderungan yang dimiliki sehingga menimbulkan sifat *irrational* (Supramono, 2018). Hal ini juga didukung dengan penelitian sebelumnya Pradhana (2018) yang menunjukkan bahwa variabel *loss aversion* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan mayoritas responden mahasiswa yang berinvestasi dengan nominal tidak terlalu besar sehingga tidak takut adanya risiko kerugian. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Ilahi et al., (2023) menunjukkan bahwa variabel *loss aversion* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan, dan Nur Aini & Lutfi (2019) menunjukkan bahwa variabel *loss aversion* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi dikarenakan investor tidak takut adanya risiko kerugian.

Pengaruh *Representativeness* Terhadap Keputusan Investasi Saham

Analisis yang telah dilakukan variabel *Representativeness* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham. Adapun penyebab tidak signifikan *representativeness* terhadap keputusan investasi saham adalah responden tidak mengandalkan pola atau kemiripan skala ekonomi, kualitas, dan sektor yang mungkin tidak selalu berlaku di masa depan. Selain itu investor yang memiliki pengalaman bertahun-tahun cenderung melakukan investasi secara hati-hati dan melakukan analisis fundamental secara matang dan juga memperhatikan beberapa faktor baik internal maupun eksternal dari suatu perusahaan. dalam penelitian ini tidak mendukung *Behavior Finance Theory* yang menjadi dasar variabel *representativeness* menjelaskan bahwa seseorang dalam pengambilan keputusan khususnya finansial seringkali melibatkan faktor-faktor psikologi, sikap atau perilaku yang dimiliki, emosi, dan kecenderungan yang dimiliki sehingga menimbulkan sifat *irrational* (Supramono, 2018). Hal ini juga didukung dengan penelitian sebelumnya Mahadevi & Asandimitra (2021) menunjukkan bahwa variabel *representativeness* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan mayoritas responden mahasiswa yang berpengalaman dan berhati-hati dalam berinvestasi. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Vitmiasih et al.,

(2021) menunjukkan bahwa variabel *representativeness* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham dikarenakan investor tidak menyamakan pola peristiwa masa lalu terulang di masa depan.

KESIMPULAN

Variabel *overconfidence* berdampak nyata terhadap keputusan investasi saham pada generasi z dan milenial hal ini dikarenakan mayoritas responden mempunyai karakteristik yang berpendidikan tinggi dan pengalaman investasi saham minimal 3 tahun. Selain itu responden pada generasi z dan milenial melek terhadap kemajuan teknologi khususnya sosial media sehingga bias yang lain pada penelitian ini yakni *herding*, *confirmation*, *loss aversion* dan *representativeness* tidak berdampak terhadap keputusan investasi saham pada generasi z dan milenial.

SARAN

Pada penelitian ini menunjukkan *r-square* sebesar 39,5% dengan klasifikasi moderat, hal ini menunjukkan bahwa variabel perilaku bias mempengaruhi sebanyak 39,5% terhadap keputusan investasi saham dan sisana dijelaskan oleh variabel lain yang tidak terdapat dalam penelitian ini. Harapan penelitian selanjutnya adalah menambah responden mengingat *r-square* masih berada 39,5% (moderat), selain itu penelitian selanjutnya juga bisa menambahkan variabel bias terbaru. Keterbatasan penelitian ini dalam pengumpulan data hanya menggunakan google formulir sehingga memungkinkan adanya ketidacermatan responden dalam menjawab pertanyaan yang hasilnya kurang menunjukkan yang sebenarnya, kemudian sampel yang digunakan tidak merata mewakili seluruh wilayah di Indonesia sehingga penelitian selanjutnya dapat menambah sampel agar data lebih kompleks dan komprehensif.

REFERENSI

- Addinpujoartanto, & Darmawan. (2020). 3 (3) (2020) 175-187 PENGARUH OVERCONFIDENCE, REGRET AVERSION, LOSS AVERSION, DAN HERDING BIAS TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI DI INDONESIA. In *Sejarah Artikel: Diterima*. <http://journals.usm.ac.id/index.php/jreb>
- Araminta. (2021). *PENGARUH HERDING, CONFIRMATION BIAS, OVERCONVIDENCE, DAN RISK AVERSION TERHADAP PEMBUATAN KEPUTUSAN INVESTASI SAHAM*.
- Astutik, S. (2020). *MANAJEMEN INVESTASI* - Google Books. https://www.google.co.id/books/edition/MANAJEMEN_INVESTASI/gnNMEAAAQB AJ?hl=id&gbpv=1&dq=manajemen+investasi&printsec=frontcover&pli=1
- Ayu Wulandari Rr Iramani, D. (2014). STUDI EXPERIENCED REGRET, RISK TOLERANCE, OVERCONFIDANCE DAN RISK PERCEPTION PADA PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI DOSEN EKONOMI. In *Journal of Business and Banking* (Vol. 4, Issue 1).
- Azhari, R. (2022). *Pengaruh Bias Representative terhadap Keputusan Investasi di Pasar Modal* (Vol. 2, Issue 2).
- 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)
- Berliana Viera Sabilla, & Tri Kartika Pertiwi. (2021). Pengaruh Bias Perilaku Terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Saham Para Investor Pemula Di Kota Sidoarjo. *Jurnal E-Bis (Ekonomi-Bisnis)*, 5(2), 353–364. <https://doi.org/10.37339/e-bis.v5i2.688>
- Charissa. (2018). *ANALISIS PENGARUH ADANYA ANCHORING BIAS DAN LOSS AVERSION DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI INVESTOR DI YOGYAKARTA*.

- Chin, W. W. (1998). *The Partial Least Squares Approach to Structural Equation Modeling. Modern Methods for Business Research.*
- Cruciani, A. plebe. (2017). *Context in Communication: A Cognitive View* (G. Airenti, M. Cruciani, & A. Plebe, Eds.). Frontiers Media SA. <https://doi.org/10.3389/978-2-88945-142-5>
- Danarti Hascaryani, T., & Maski, G. (2021). HEURISTIC, HERDING AND DISPOSITION EFFECT IN INVESTOR'S RISK-TAKING BEHAVIOR. *International Journal of Economics, Business and Management Research*, 5(12), 2021. www.ijebmr.com
- Darwin, M., & Umam, K. (2020). Analisis Indirect Effect pada Structural Equation Modeling. *NUCLEUS*, 1(2), 50–57. <https://doi.org/10.37010/nuc.v1i2.160>
- Elhando Badri, R., & Elsa Putri, M. (2021). Analisis Pengaruh Anchoring Bias dan Loss Aversion Dalam Pengambilan Keputusan Investasi Di Kota Bandar Lampung. In *Maret 2021 Jalan Z.A. Pagar Alam* (Vol. 7, Issue 1).
- Fridana, I. O., & Asandimitra, N. (2020). ANALISIS FAKTOR YANG MEMENGARUHI KEPUTUSAN INVESTASI (STUDI PADA MAHASISWI DI SURABAYA). *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 4(2), 396. <https://doi.org/10.24912/jmie.v4i2.8729>
- Ghozali & Latan. (2015). *Partial Least Squares: Konsep, Teknik dan Aplikasi SmartPLS 3.0 untuk Penelitian Empiris*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 25 (9th ed.)*. Universitas Diponegoro.
- Gunawan, K., & Wiyanto, H. (2022). *FINANCIAL LITERACY, RISK TOLERANCE, LOSS AVERSION BIAS TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI*.
- Hair, J. F., Sarstedt, M., Hopkins, L., & Kuppelwieser, V. G. (2014). *Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM): An emerging tool in business research*.
- Halmawati, P. (2020). *PENGARUH FINANCIAL LITERACY, REPRESENTATIVENESS BIAS, DAN BIAS OPTIMISME TERHADAP PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI*.
- Handoyo, R. W. (2019). *PENGARUH OVERCONFIDENCE, ILLUSION OF CONTROL, ANCHORING, LOSS AVERSION PADA PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI OLEH MAHASISWA UNISRI SEBAGAI INVESTOR PEMULA*.
- Hanum Pertiwi, A., & Panuntun, B. (2023). *Pengaruh Herding Behavior, Cognitive Bias, dan Overconfidence Bias terhadap Keputusan Investasi* (Vol. 02, Issue 03). <https://journal.uui.ac.id/selma/index>
- Harjito, A. (2009). *Keuangan Perilaku Menganalisis Keputusan Investor*. Ekonisia Universitas Islam Indonesia.
- Henseler, J., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2015). A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43(1), 115–135. <https://doi.org/10.1007/s11747-014-0403-8>
- Hermalin, B. E., Isen, A. M., & Foundation, J. M. O. (2000). *The Effect of Affect on Economic and Strategic Decision Making CENTER FOR LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION RESEARCH PAPER SERIES Sponsored by the The Effect of Affect on Economic and Strategic Decision Making **. http://papers.ssrn.com/abstract_id=200295
- Hidayat, F., Rosalie Siregar, S., Widodo Nugroho, A., & Bisnis dan Manajemen, A. (2023). Efek Financial Management Behavior, Self Efficacy, Herding Terhadap Keputusan Investasi Generasi Z (Effects of Financial Management Behavior, Self-Efficacy, Herding on Generation Z Investment Decisions). *Akuntans Bisnis Dan Manajemen*. <https://doi.org/10.35606/jabm.v30i1.1192>
- Humairo, A., & Panuntun, B. (2022). *Perilaku Overconfidence, Loss Aversion, dan Herding Bias dalam Pengambilan Keputusan Investasi Pasar Modal pada Generasi Z* (Vol. 01, Issue 06). <https://journal.uui.ac.id/selma/index>

- Husadha, C., Hidayat, W. W., Fitriani, D., & Rossa, E. (2022a). Studi kasus: Mental accounting bias dan confirmation bias terhadap pengambilan keputusan investasi saham pada galeri investasi universitas. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 4(2), 137–148. <https://doi.org/10.36407/akurasi.v4i2.608>
- Husadha, C., Hidayat, W. W., Fitriani, D., & Rossa, E. (2022b). Studi kasus: Mental accounting bias dan confirmation bias terhadap pengambilan keputusan investasi saham pada galeri investasi universitas. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 4(2), 137–148. <https://doi.org/10.36407/akurasi.v4i2.608>
- Ilahi, R., Fathihani, F., & Aprianto, R. (2023). *Pengaruh Persepsi Risiko, Overconfidence, dan Loss Aversion terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Saham (Studi Kasus Generasi Milenial Wilayah Jakarta Barat)*. 1(3). <https://doi.org/10.38035/jpmppt.v1i3>
- Istiadi, W. (2018). *PENGARUH AMBIGUITY AVERSION DALAM PENGAMBIL (STUDI EKSPERIMEN BIAS PERILAKU PADA MAHASISWA JURUSAN MANAJEMEN FEB*. www.feb.ac.id
- Jurnal, L., Meylia, I., Tang, H., Asandimitra, N., & Surabaya, U. N. (2023). *Pengaruh mental accounting, regret aversion bias, herding bias, loss aversion, risk perception, dan financial literacy terhadap keputusan investasi investor generasi Z*.
- Kertati, I. (2018). WAWASAN KEBANGSAAN GENERASI GEN-Z. *Majalah Ilmiah FISIP UNTAG Semarang*, 13. <https://doi.org/10.2307/2090964>
- Leiwakabessy, A., Patty, M., & Titioka, B. M. (2021). FAKTOR PSIKOLOGIS INVESTOR MILLENIAL DALAM PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI SAHAM (Studi Empiris Pada Investor Millennial di Kota Ambon). *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 22(2), 476. <https://doi.org/10.29040/jap.v22i2.3318>
- Lestari, W. R., & Kuntarti, D. W. (2014). *PERILAKU INVESTOR PADA PASAR MODAL DI LAMPUNG*.
- Loris, R. (2020). *PENGARUH REPRESENTATIVENESS, AVAILABILITY, ANCHORING, RISK PERCEPTION, DAN HERDING TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI PADA INVESTOR SYARIAH*.
- Mahadevi, S. A., & Asandimitra, N. (2021). Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Negeri Surabaya. In *Jurnal Ilmu Manajemen* (Vol. 9, Issue 2).
- Mahafani, F., Puspa, M., Khasanah, N., Wulandari, S., & Andriani, V. (2021). Analisis Perilaku Generasi Milenial Dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham Di Masa Pandemi Covid-19. *Academia Journal of Multidisciplinary Studies*, 1(2).
- Menkhoff, L., Schmeling, M., & Schmidt, U. (2010). *Overconfidence, Experience, and Professionalism: An Experimental Study*
- Morrison. (2017). *Metode Penelitian Survei*. Jakarta: Prenada Kencana. https://www.google.co.id/books/edition/Metode_Penelitian_Survei/LhZNDwAAQBAJ?hl=id&gbpv=1&dq=metode+penelitian+survey+literatur&printsec=frontcover
- Ngoc, L. T. B. (2013). Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market. *International Journal of Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n1p1>
- 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. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 21(3), 401.

- <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1663>
- Nuris Firmansyah Nugraha, dan. (2015). PENGARUH ILLUSIONS OF CONTROL, OVERCONFIDENCE DAN EMOTION TERHADAP PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI PADA INVESTOR DI YOGYAKARTA. In *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan* (Vol. 4, Issue 2).
- Nurvitasari, D., Rita2, M. R., Ekonomika, F., Universitas, B., & Wacana, K. S. (2021). CONFIRMATION BIAS DALAM KEPUTUSAN INVESTASI DANA PENSIUN DENGAN MODERASI GENDER. *Jurnal Visi Manajemen*, 7(2).
- Perayunda, I. G. A. D., & Mahyuni, L. P. (2022). FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEPUTUSAN INVESTASI CRYPTOCURRENCY PADA KAUM MILENIAL. *EKUITAS (Jurnal Ekonomi Dan Keuangan)*, 6(3). <https://doi.org/10.24034/j25485024.y2022.v6.i3.5224>
- Phan, K.-C., & Zhou, J. (2022). *Individual Investors' Behavioral Biases in Vietnam Stock Market: A Qualitative Approach*.
- Pradana, R. (2018). 23849-Article Text-28126-1-10-20180705. *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 6 Nomor 3 – Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya*.
- Pradhana. (2018). PENGARUH FINANCIAL LITERACY, COGNITIVE BIAS, DAN EMOTIONAL BIAS TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI (STUDI PADA INVESTOR GALERI INVESTASI UNIVERSITAS NEGERI SURABAYA). *Jurnal Ilmu Manajemen*, 06(03).
- Pradikasari, & Yuyun. (2018). *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 4 Nomor 2 – Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya*.
- Puspawati, D., & Yohanda, A. R. (2022). *Bias Perilaku Terhadap Keputusan Investasi Generasi Muda*.
- Qasim, M., Hussain, R. Y., Mehboob, I., & Arshad, M. (2019). Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan. *Accounting*, 5, 81–90. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2018.07.001>
- Rakhmatulloh, A. D., & Asandimitra, N. (2019). Nomor 3-Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya 2019 PENGARUH OVERCONFIDENCE, ACCOUNTING INFORMATION. In *Jurnal Ilmu Manajemen* (Vol. 7).
- Ramadani, F. (2018). REVISI FULL SKRIPSI FEBIYANTO. *Uii.Ac.Id*.
- Riaz, S., Riaz Ahmed, P., Parkash, R., & Javed Ahmad, M. (2020). Determinants of Stock Market Investors' Behavior in COVID-19: A Study on the Pakistan Stock Exchange. *International Journal of Disaster Recovery and Business Continuity*, 11(3), 977–990.
- Riaz, T. (2015). Impact of Overconfidence, Illusion of control, Self Control and Optimism Bias on Investors Decision Making; Evidence from Developing Markets. In *Research Journal of Finance and Accounting www.iiste.org ISSN* (Vol. 6, Issue 11). Online. www.iiste.org
- Riyanto, S., & Hatmawan, A. (2020). *Metode Riset Penelitian Kuantitatif Penelitian Di Bidang Manajemen, Teknik*. CV. Budi Utama. https://books.google.co.id/books?id=W2vXDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=id&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
- Rose, J. B. D., & Armansyah, R. F. (2022a). RECENCY BIAS DAN CONFIRMATION BIAS PADA KEPUTUSAN INVESTASI INVESTOR PASAR MODAL INDONESIA. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis (JIMBis)*, 1(2). <https://doi.org/10.24034/jimbis.v1i2.5366>
- Rose, J. B. D., & Armansyah, R. F. (2022b). RECENCY BIAS DAN CONFIRMATION BIAS PADA KEPUTUSAN INVESTASI INVESTOR PASAR MODAL INDONESIA. *Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Bisnis (JIMBis)*, 1(2). <https://doi.org/10.24034/jimbis.v1i2.5366>
- Sajid, M., Farooq, A., Afzal, M. A., & Sohail, N. (2015). Factors Affecting Investment Decision Making: Evidence from Equity Fund Managers and Individual Investors in

- Pakistan. *J. Basic. Appl. Sci. Res*, 5(8), 62–69. www.textroad.com
- Sakinah, T., Purwanto, B., & Ermawati, W. J. (2021). ANALISIS PENGHINDARAN RISIKO PADA KEPUTUSAN INVESTASI DI PASAR MODAL INDONESIA. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*. <https://doi.org/10.17358/jabm.7.1.66>
- Salerindra, B. (2020). Nomor 1-Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya 2020. In *Jurnal Ilmu Manajemen* (Vol. 8).
- Sewell, M. (2007). *Behavioral Finance*. UK: University of Cambridge.
- Silaya, M. A., & Joseph, C. N. (2021). *Illusion of Control Investor Financial Behavior*. 2021.
- Stefano Calicchio. (2022). *Pendekatan sederhana untuk keuangan perilaku Panduan pengantar teori dan prinsip operasional keuangan perilaku untuk meningkatkan hasil investasi*.
https://www.google.co.id/books/edition/Pendekatan_sederhana_untuk_keuangan_peri/DyV1EAAAQBAJ?hl=id&gbpv=0
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. CV. Alfabeta.
- Supramono, P. & T. (2018). *Keuangan Berbasis Perilaku*. Penerbit Andi.
- Theressa, T. D., & Armansyah, R. F. (2022). Pengaruh herding, overconfidence, dan endowment bias pada keputusan investasi investor pasar modal. *Journal of Business and Banking*, 12(1), 35. <https://doi.org/10.14414/jbb.v12i1.2989>
- Vitmiasih, Maharani, & Nurullia. (2021). Pengambilan Keputusan Investasi Rasional: Suatu Tinjauan dari Dampak Perilaku Representativeness Bias dan Herding Effect. *Jurnal Akuntansi Terapan Indonesia*, 4, 1–13.
- Wandita, M. (2017). | 25 | CONFIRMATION BIAS, SELF-ATTRIBUTION BIAS, DAN OVERCONFIDENCE DALAM TRANSAKSI SAHAM. In *Jurnal Keuangan dan Perbankan* (Vol. 21, Issue 1).
- Wayan Rona, I., & Kadek Sinarwati, N. (2021). Pengaruh Herding Bias dan Overconfidence Bias terhadap Pengambilan Keputusan Investasi. *Studi Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(2).
- Yuwono, W., & Altiyane, N. (2023). *Pengaruh Overconfidence, Herding, Availability Bias, Risk Aversion dan Personal Information Terhadap Keputusan Investasi*. <https://doi.org/10.47354/mjo.v5i1>