

## **Pengaruh *Behavioral Finance* terhadap Pengambilan Keputusan Investasi yang Dimoderasi oleh Literasi Keuangan (Pada Investor Saham di Jawa Timur)**

**Priyo Prasetyo**

Universitas Kadiri, Kediri

**Priyo Priyantoro\***

Universitas Kadiri, Kediri

**Katherin Daniar**

Universitas Kadiri, Kediri

\* [priyoprasetyo@unik-kediri.ac.id](mailto:priyoprasetyo@unik-kediri.ac.id)

### **Abstrak**

*Behavior finance* menjelaskan bagaimana investor secara logis melakukan kesalahan dalam proses pengambilan keputusan investasi akibat bias kognitif dan emosional yang akhirnya berujung pada keputusan investasi yang merugikan. Proses pengambilan keputusan investasi investor dipengaruhi oleh berbagai bias perilaku yang tidak dapat dihindari oleh individu, dan pikiran manusia memproses informasi menggunakan jalan pintas dan filter emosional yang menyebabkan kesalahan dalam proses pengambilan keputusan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh *herding* dan *overconfident* terhadap pengambilan keputusan investasi dengan literasi keuangan sebagai variabel moderasi. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik purposive sampling pada investor generasi Z di Jawa Timur. Sampel ditentukan menggunakan tabel Krejcie & Morgan sehingga diperoleh sampel sebanyak 400 responden. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis *Partial Least Square (PLS) Structural Equation Model (SEM)* melalui program pengolahan data SmartPLS versi 3. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *overconfident* berpengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi, sedangkan *herding* tidak berpengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi. Hasil penelitian menunjukkan literasi keuangan memoderasi negatif pengaruh *herding* dan *over confidence* terhadap pengambilan keputusan investasi oleh investor generasi Z di Jawa Timur.

*Kata Kunci: Herding, Overconfidence, Keputusan Investasi, Literasi Keuangan*

### **Pendahuluan**

Individu dan bisnis harus berinvestasi di pasar modal di era globalisasi ini (Fedorowicz & Łopatka, 2022). Investasi didefinisikan sebagai tindakan berinvestasi pada aset atau instrumen keuangan saat ini untuk mendapatkan keuntungan di kemudian hari (Ahmad & Shah, 2020). Semakin besar tingkat investasi di suatu negara, semakin besar pula aktivitas bisnis perusahaan, yang pada gilirannya dapat meningkatkan PDB atau pertumbuhan ekonomi suatu negara (Nguyen & Trinh, 2018). *Behavioral finance* menjelaskan bagaimana investor secara logis membuat kesalahan dalam proses pengambilan keputusan investasi karena bias kognitif dan emosional, yang pada akhirnya

mengarah pada keputusan investasi yang buruk dan merugikan (Sherfin & Statman, 1985). Hal ini menegaskan bahwa proses pengambilan keputusan investasi investor dipengaruhi oleh berbagai bias perilaku yang tidak dapat dihindari oleh individu, dan pikiran manusia memproses informasi menggunakan jalan pintas dan filter emosional yang menyebabkan kesalahan dalam proses pengambilan keputusan (Elhusein & Abdelgadir, 2020). Sedangkan Rahadi & Stevanus, 2020 menambahkan bahwa pengetahuan dan pengalaman tentang investasi berpengaruh terhadap Keputusan berinvestasi. Jurnal Inobis.

Menurut Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) pada tahun 2022, investor di bawah usia 30 tahun mendominasi investor pasar modal Indonesia sebesar 58,71%. Dapat disimpulkan bahwa generasi Z mendominasi investor pasar modal Indonesia. Generasi Z adalah mereka yang lahir pada tahun 1997-2012 dan saat ini berusia 11-26 tahun (Natasya et al., 2022). Generasi Z merupakan generasi yang tumbuh bersama teknologi dan pesatnya perkembangan internet, sehingga memudahkan mereka mengakses informasi keuangan dan langsung menerapkannya dalam kehidupan (Usriyono & Wahyudi, 2023). Meningkatnya jumlah investor pasar modal Indonesia, khususnya generasi Z, menunjukkan bahwa generasi muda sudah memahami pentingnya berinvestasi sejak dini. Meningkatnya jumlah investor ini juga disebabkan oleh kemajuan teknologi yang semakin canggih, seperti kemudahan pembukaan rekening saham secara online.

Pada tahun 2022, Dinas Penanaman Modal dan Pelayanan Terpadu Satu Pintu (DPMPTSP) Jawa Timur mencatatkan realisasi investasi sebesar 110,3 triliun. Namun, keputusan investasi banyak dilakukan oleh investor yang masih belum rasional sehingga banyak investor yang mengalami kerugian. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melaporkan banyaknya kasus investasi bodong, salah satunya adalah Sugih Berkah Trading (SBT). Fenomena yang terjadi Jawa Timur adalah masih banyaknya penipuan terkait investasi bodong yang mengindikasikan bahwa keputusan investasi investor belum rasional. Terakhir, teori pengambilan keputusan merupakan salah satu topik yang menarik untuk dikaji dalam ilmu ekonomi karena setiap kegiatan di sektor keuangan selalu berujung pada suatu keputusan (Candraningrat et al., 2019).

Teori prospek (Ahmad & Shah, 2020) menjelaskan tentang dampak bias psikologis investor terhadap pengambilan keputusan investasi. Teori prospek menyatakan bahwa sejumlah faktor psikologis mempengaruhi pengambilan keputusan investor dan menyebabkannya menyimpang dari rasionalitas. Hal ini disebabkan terbatasnya informasi yang tersedia bagi mereka, keterbatasan kognitif dalam pikiran mereka, dan terbatasnya waktu yang mereka miliki untuk membuat keputusan. Pengambilan keputusan investor yang tidak rasional dipengaruhi oleh sejumlah bias perilaku, menurut (Adil et al., 2022). Investor Generasi Z, khususnya, sering mengalami bias perilaku saat membuat keputusan investasi, yang mengakibatkan keputusan yang tidak rasional dan merugikan. Investor Generasi Z lebih cenderung menjual saham yang naik dengan cepat dan menahan saham yang merugi untuk jangka waktu yang lama (efek disposisi), investor mengikuti orang banyak / mengikuti orang banyak (bias *herding*), dan investor terlalu percaya diri dengan prediksi atau kemampuan mereka (bias *overconfident*) (Adil et al., 2022., 2018; Adil, Singh, & Ansari, 2022; Usriyono & Wahyudi, 2023).

Lebih jauh lagi, bias perilaku *herding* memengaruhi investor selama proses pengambilan keputusan investasi (Bakar & Yi, 2016). Tanpa arahan yang tepat, setiap investor individu di pasar saham dapat menciptakan bias *herding* (Yasir et al., 2022). Investor yang melakukan *herding* berperilaku tidak rasional dalam keputusan investasi mereka. Dalam membuat keputusan investasi, mereka lebih suka mengikuti keyakinan dan pendapat investor lain. Mereka memperhatikan bahwa investor lain memiliki lebih banyak informasi dan menjual saham mereka mengikuti pelaku pasar. Di pasar saham, investor sering kali mulai menjual saham mereka karena ketidakpastian dan ketakutan akan kerugian (Bakar & Yi, 2016). Kurangnya informasi di pasar cenderung memengaruhi perilaku *herding* (Ahmed et al., 2022).

Perilaku *herding* mengurangi kinerja investasi pasar modal investor (Z. Ahmed et al., 2022). Bias *herding* memiliki efek positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi, menurut

Ranaweera & Kawshala, (2021); Madaan & Singh, 2019. Selain itu, (Bogdan et al., 2022); Yasir et al., (2022); (Budiman & Patricia, 2021); (Kartini & Nahda, 2021); (Kyriazis, 2020); (Atif Sattar et al., 2020); R. Ahmed et al., (2021); (Robin & Angelina, 2020); (Devadas & Vijayakumar, 2019); Alrabadi et al. Namun, bertentangan dengan temuan Z. Ahmed et al., (2022); Singh et al., (2022); Bakar & Yi, (2016a); dan penelitian (Khan, 2020), *herding* tidak memiliki efek signifikan pada pengambilan keputusan investasi.

Bias perilaku *overconfident* memengaruhi keputusan investasi yang dibuat oleh investor (Ahmad & Shah, 2020). Menurut Elhusein & Abdelgadir (2020), *overconfident* terjadi ketika investor individu tidak merevisi penilaian awal mereka secara memadai setelah menerima informasi baru, yang mengakibatkan kegagalan mengenali kesalahan investasi mereka. Menurut Madaan dan Singh (2019), investor yang terlalu percaya diri melebih-lebihkan kemampuan penilaian mereka sendiri dan mengabaikan risiko; akibatnya, mereka membuat keputusan investasi berdasarkan sinyal pribadi mereka sendiri dan mengabaikan informasi dari publik. Investor yang terlalu percaya diri berinvestasi lebih banyak di pasar dan memiliki portofolio yang kurang terdiversifikasi karena mereka kurang memahami pasar keuangan, dan pengembalian investasi mereka seringkali lebih rendah daripada pasar (Ranaweera & Kawshala, (2021). Bakar & Yi, (2016); Alrabadi et al., (2018); Iram et al., (2023); Jan et al., (2022); Ahmad & Shah, (2022); Ranaweera & Kawshala, (2022); R. Ahmed et al, 2021; (Raheja & Dhiman, 2020); Elhusein & Abdelgadir, 2020; Atif Sattar et al., 2020; Madaan & Singh, 2019), menunjukkan bahwa terlalu percaya diri memiliki efek signifikan pada pengambilan keputusan investasi. Namun, Singh et al., (2022); Dewi & Pertiwi, 2021 menemukan bahwa *overconfidence* memiliki dampak negatif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi.

Penelitian sebelumnya telah mengungkap ketidakkonsistenan hasil penelitian mengenai pengaruh, *herding*, dan *over confidence* terhadap pengambilan keputusan investasi. Penelitian ini mengusulkan untuk memasukkan literasi keuangan sebagai variabel moderasi berdasarkan kesenjangan penelitian ini. Literasi keuangan, menurut (Marriott & Mellett, 2006), adalah kemampuan individu untuk memahami dan menganalisis data keuangan guna membuat keputusan keuangan yang tepat. Menurut Ahmad dan Shah (2020), tingkat literasi keuangan investor bersifat positif dan dapat berkontribusi signifikan terhadap peningkatan pemahaman keputusan investasi. Literasi keuangan memungkinkan seseorang mengelola sumber daya keuangan secara efektif, sehingga investor yang cerdas secara finansial dapat mengabaikan bias perilaku dan membuat keputusan keuangan yang tepat (Son & Park, 2021).

Kurangnya informasi literasi keuangan dapat membuat pengambilan keputusan menjadi kurang tepat dan meningkatkan ambiguitas. Temuan ini menunjukkan bahwa investor dengan literasi keuangan rendah membuat keputusan investasi yang tidak rasional dan tidak menguntungkan (Rasool & Ullah, 2020; Son & Park, 2021). Peneliti menemukan bahwa investor dengan literasi keuangan rendah telah melakukan diversifikasi (Fedorova et al., 2015). Sari et al., (2023) menyatakan peningkatan literasi keuangan dapat dilakukan dengan meningkatkan pengetahuan mengenai pasar modal, perilaku keuangan, serta sikap keuangan. Dapat dikatakan semakin baik literasi keuangan seseorang, akan memengaruhi minat investasi yang juga akan meningkat. Tingkat literasi keuangan yang tinggi diharapkan dapat melemahkan atau mengurangi bias efek *herding*, dan perilaku *overconfidential* dalam membuat keputusan investasi, sehingga menghasilkan keputusan investasi yang rasional. Literasi keuangan sangat penting dalam mengurangi efek negatif dari bias perilaku investor.

## Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

### Teori Prospek

Teori prospek, yang pertama kali dikembangkan oleh (Kahneman and Tversky, 1979), meneliti perilaku seseorang saat membuat keputusan finansial dalam situasi yang tidak pasti. Teori prospek

menyatakan bahwa orang membuat keputusan berdasarkan bobot perbedaan antara keuntungan dan kerugian, bukan hasil akhir, dan menetapkan titik referensi serta membuat keputusan yang sesuai. Investor akan lebih tertekan oleh potensi kerugian daripada potensi keuntungan. Individu membuat keputusan investasi berdasarkan lebih dari sekadar logika (Adil et al., 2022). Teori prospek berfokus pada keputusan subjektif investor, sedangkan utilitas yang diharapkan atau *expected utility* berfokus pada ekspektasi rasional investor dalam membuat keputusan investasi (Ahmad dan Shah, 2022). Teori prospek menggambarkan perilaku manusia dalam menghadapi ketidakpastian dan risiko saat membuat keputusan (Ullah et al., 2020). Teori prospek telah digunakan berkali-kali untuk menilai dan menganalisis berbagai jenis fenomena yang terkait dengan perilaku individu seseorang, khususnya dalam proses pengambilan keputusan yang menyimpang dari rasionalitas (Z. Ahmed, 2022).

### **Keputusan Investasi**

Keputusan investasi adalah keputusan atau kebijakan mengenai pembelian aset dari sumber daya yang tersedia dengan tujuan meraup keuntungan lebih besar di masa depan, atau bagaimana keputusan individu untuk mengalokasikan asetnya ke dalam instrumen keuangan yang produktif dengan tujuan memperoleh keuntungan lebih besar di masa depan (Brigham & Houston, 2019). Setiap investor ingin membuat keputusan investasi terbaik (Sharpe, 1964). Merton, (1987) menegaskan bahwa keputusan investasi yang optimal dan rasional bergantung pada pengetahuan keuangan yang maju. Keuangan standar berasumsi bahwa orang dengan informasi lengkap selalu dapat membuat keputusan rasional (Ben Ameer et al., 2020). Berbagai faktor memengaruhi keputusan investor, termasuk demografi, ekonomi, latar belakang sosial, jenis kelamin, dan usia (Hayat & Anwar, 2016). Keputusan investasi sangat penting karena, seperti halnya bisnis yang ingin memaksimalkan laba, investor juga ingin memaksimalkan hasil dengan membuat keputusan yang tepat (Khalid et al., 2018). Namun, beberapa investor mengandalkan penilaian pribadi mereka, sementara yang lain membuat keputusan berdasarkan pengetahuan dan bukti.

### ***Herding***

Andrea Devenow & Ivo Welch, (1996) mendefinisikan *herding* sebagai perilaku psikologis investor yang mengabaikan keyakinan pribadi mereka demi lebih percaya pada pendapat orang lain tanpa mempedulikan apa yang terjadi di masa mendatang. *Herding* merupakan fenomena umum di pasar keuangan yang merujuk pada kecenderungan umum manusia untuk merujuk, mengamati, dan meniru perilaku orang lain saat membuat keputusan investasi (Madaan & Singh, 2019). *Herding* dapat meningkatkan volatilitas pasar dan risiko bagi investor. Perilaku *herding* merugikan kinerja investasi pasar modal investor (Z. Ahmed et al., 2022). Jika tidak ada panduan yang tepat, setiap investor individu di pasar saham dapat menciptakan bias *herding* (Z. Ahmed et al., 2022). Bias *herding* memiliki efek positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi, menurut Ranaweera dan Kawshala (2021); Madaan dan Singh (2019), yang mempelajari perilaku investor dalam membuat keputusan investasi pasar saham. Beberapa penelitian telah menganalisis dan menguji pengaruh *herding* terhadap pengambilan keputusan investasi, antara lain (Bogdan et al., 2022; Yasir et al., 2022; Kyriazis, 2020; Atif Sattar et al., 2020; Riaz et al., 2020; Alrabadi et al., 2018; Hayat & Anwar, 2016). **H1:** *Herding* memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi.

### ***Overconfident***

*Overconfident* adalah bias heuristik kognitif yang dapat didefinisikan sebagai keyakinan yang tidak berdasar pada penalaran intuitif, penilaian, dan kemampuan kognitif seseorang (Pompian, 2021). *Overconfident* terjadi ketika investor individu tidak merevisi penilaian awal mereka secara memadai setelah menerima informasi baru, dan dengan demikian tidak menyadari betapa tidak tepat penilaian investasi mereka. Bias *overconfident* menyebabkan inefisiensi pasar sebagai akibat dari kesalahan harga dan volatilitas yang berlebihan. *Overconfident* dapat menyebabkan perilaku individu untuk

bertindak mengambil risiko, sedangkan investor rasional harus menghindari risiko dan memaksimalkan keuntungan (Ahmad & Shah, 2022). Investor yang terlalu percaya diri dalam keputusan investasi mereka akan menghadapi risiko yang lebih besar. Menurut Bakar dan Yi (2016), yang menyelidiki perilaku investor dalam membuat keputusan investasi di Bursa Efek Malaysia, *overconfident* memiliki efek positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi. Lebih lanjut, menurut temuan penelitian (Alrabadi et al., 2018); Ranaweera & Kawshala, 2022; R. Ahmed dkk., 2021; Raheja & Dhiman, 2020; Elhusein & Abdelgadir, 2020; Atif Sattar dkk., 2020; Madaan & Singh, 2019), *over confidence* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi.

**H2:** *Overconfidence* memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi.

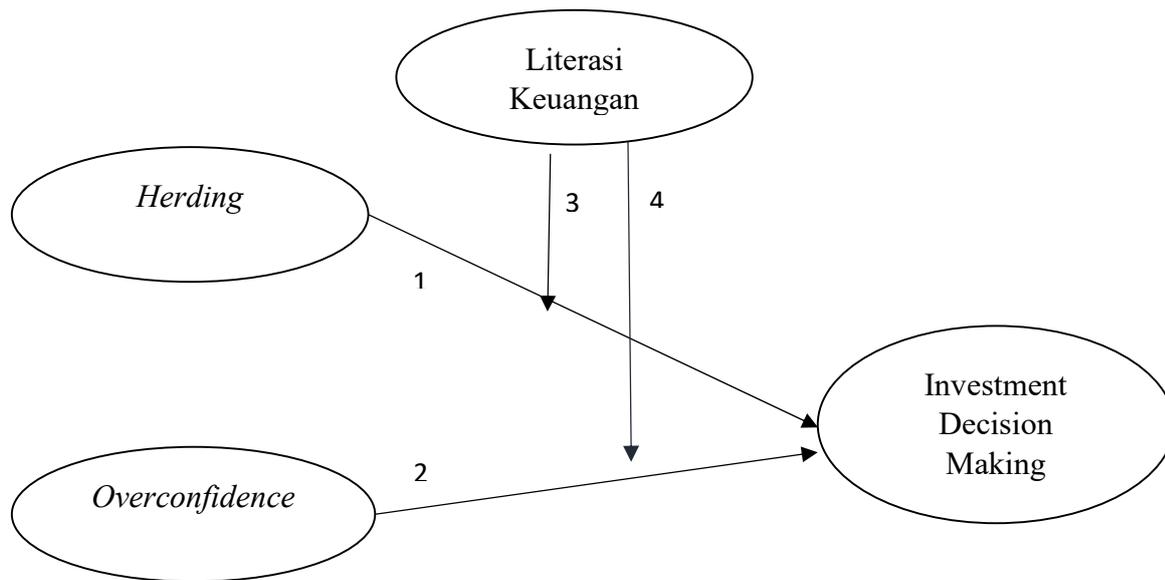
### Literasi Keuangan

Literasi keuangan menurut Marriott & Mellett, (2006) adalah kemampuan individu untuk memahami dan menganalisis data keuangan sehingga dapat membuat keputusan keuangan yang tepat. Lusardi & Mitchell, (2007) mendefinisikan literasi keuangan sebagai pengetahuan tentang konsep keuangan dasar dan kemampuan untuk melakukan perhitungan sederhana. Literasi keuangan membantu dalam mengelola sumber daya keuangan secara efektif. Temuan penelitian menunjukkan bahwa investor yang memiliki literasi keuangan rendah cenderung membuat keputusan investasi yang tidak rasional atau tidak menguntungkan (Rasool & Ullah, 2020; Son & Park, 2021). Literasi keuangan membantu dalam mengelola sumber daya keuangan secara efektif. investor yang memiliki literasi keuangan rendah cenderung membuat keputusan investasi yang tidak rasional atau tidak menguntungkan dan memiliki portofolio yang tidak terdiversifikasi (Rasool & Ullah, 2020; Son & Park, 2021; Fedorova et al., 2015).

Seorang investor yang cerdas secara finansial mampu mengabaikan bias perilaku dan mampu membuat keputusan keuangan yang rasional (Son & Park, 2021). Investor yang cerdas secara finansial mampu mengabaikan bias perilaku dari efek disposisi. Dan investor tidak menjual saham mereka yang mengalami keuntungan terlalu cepat, dan menahan saham yang mengalami kerugian terlalu lama, mereka lebih rasional dalam membuat keputusan investasi (Singh et al., 2022). Hayat & Anwar, (2016) menyatakan bahwa pengaruh antara *over confidence* dan pengambilan keputusan investasi individu dimoderasi secara negatif dan signifikan oleh literasi keuangan. Ahmad & Shah, (2022) menyatakan bahwa pengaruh antara *over confidence* dan pengambilan keputusan investasi individu dimoderasi secara negatif dan signifikan oleh literasi keuangan, literasi keuangan berperan penting dalam mengatasi efek negatif dari bias perilaku *over confidence*. Investor yang memiliki literasi keuangan rendah cenderung terlalu percaya diri dan kurang rasional tentang keputusan investasi mereka, sementara investor dengan literasi investasi tinggi kurang percaya diri, meminimalkan risiko dan lebih rasional dalam membuat keputusan investasi.

**H3:** Literasi keuangan memoderasi pengaruh antara *herding* dan pengambilan keputusan investasi.

**H4:** Literasi keuangan memoderasi pengaruh antara *overconfidence* dengan pengambilan keputusan investasi



**Gambar 1.** Kerangka Konsep Penelitian  
(Referensi: Data diolah peneliti, 2023)

## Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian eksplanatif untuk menguji teori secara objektif dengan cara menguji hubungan antar variabel menggunakan prosedur statistik dan pendekatan kuantitatif. Penelitian ini melibatkan 14.492 investor generasi Z di Jawa Timur tahun 2022. Penelitian ini menggunakan purposive sampling. *Purposive sampling* membatasi pengambilan sampel pada orang-orang tertentu yang memiliki atau memenuhi kriteria yang ditentukan oleh peneliti untuk memberikan informasi yang diinginkan (Sekaran & Bougie, 2014). Kriteria pemilihan sampel antara lain memiliki rekening efek di pasar modal, menjadi investor generasi Z di Jawa Timur berusia 17-26 tahun, dan pernah melakukan transaksi perdagangan saham. Penelitian ini menggunakan 400 responden sebagai sampel.

Data yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan hasil survei dan dokumentasi. Skala likert digunakan dalam kuesioner yang diajukan untuk mengetahui sejauh mana responden memberikan pendapatnya pada skala yang telah ditentukan. *Metode structural equality modelling partial least square (SEM-PLS)* digunakan untuk menganalisis data. Konsep di balik penggunaan analisis data PLS adalah untuk menguji hasil modifikasi dari beberapa model penelitian guna memberikan gambaran umum variabel yang diteliti (Garson, 2016). Dalam penelitian ini *Herding* menggunakan indikator dari (Prosad et al., 2017); Adil et al., 2022). Lebih jauh, *Overconfidence* menggunakan indikator dari (Prosad et al., (2017); Adil et al., 2022), sedangkan *Financial Literacy* menggunakan indikator dari (Ahmad & Shah, 2022) dan (Khan, 2020).

## Pembahasan

**Tabel 1.** Demografi Responden.

	Kategori	Frekuensi	%
Usia	17 - 20 tahun	89	22,25
	21 - 23 tahun	132	33,00
	24 - 26 tahun	179	44,75
Pendidikan	Sekolah Menengah Atas	134	33,5
	Diploma/Sarjana	225	63,75
	Magister	11	2,75
Panjang Inventaris	< 1 tahun	65	16,25
	1 - 3 tahun	178	44,5
	4 - 6 tahun	79	19,75
	7 - 9 tahun	78	19,5
Penghasilan	< Rp. 1.000.000	34	9
	Rp. 1.000.000 - Rp. 3.000.000	256	64
	Rp. 3.000.000 - Rp. 5.000.000	71	18
	Rp. 5.000.000 - Rp. 10.000.000	36	9
	> Rp. 10.000.000	3	1
Pekerjaan Pekerjaan	ASN/TNI/POLRI	87	21,75
	Murid	56	14
	Karyawan Swasta	215	53,75
	Wiraswasta	42	10,5

(Referensi: Data diolah peneliti, 2023)

Berdasarkan tabel di atas, mayoritas responden berusia antara 24 sampai dengan 26 tahun (44,75%) menunjukkan bahwa investor generasi Z di Jawa Timur didominasi oleh investor berusia antara 24 sampai dengan 26 tahun. Kemudian, berdasarkan pendidikan, Diploma/Sarjana mendominasi (63,75%) menunjukkan bahwa investor generasi Z di Jawa Timur didominasi oleh mereka yang berpendidikan terakhir Diploma/Sarjana. Selanjutnya, lama investasi mendominasi 1-3 tahun (44,5%). Hal ini menunjukkan bahwa responden berinvestasi dalam jangka waktu satu sampai dengan tiga tahun. Kemudian, berdasarkan pendapatan, responden dengan pendapatan Rp. 1.000.000 - Rp. 3.000.000 (64%), hal ini menunjukkan bahwa pendapatan responden sebesar Rp. 1.000.000 - Rp. 3.000.000. Berdasarkan Pekerjaan, sebagian besar responden (53,75%) bekerja sebagai Pegawai Swasta, hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar responden yang paling sering berinvestasi adalah Pegawai Swasta.

### Statistik Deskriptif dan Korelasi

Penelitian ini menggunakan variabel *Herding*, *Overconfident*, dan *Financial Literacy* dan dapat dilihat pada tabel 2 beserta hasil nilai rata-rata jawaban responden yang dilengkapi dengan standar deviasi masing-masing variabel.

**Tabel 2.** Statistik Deskriptif dan Korelasi.

Variabel	Mean	SD
<i>Herding</i>	4.32	0,88
<i>Overconfident</i>	4.22	0,88

Variabel	Mean	SD
Keputusan Investasi	4.02	0,88
Literasi Keuangan	4.12	0.86

(Referensi: Data diolah peneliti, 2023)

### Analisis Model Pengukuran

Penelitian ini menggunakan uji validitas konvergen dan validitas diskriminan dengan konstruk yang akan diukur untuk pengembangan skala penelitian awal, dengan nilai berkisar antara 0,50 hingga 0,60 yang dianggap cukup (Ghozali & Latan, 2015). Hasil uji validitas dan reliabilitas dirinci dalam tabel 3 di bawah ini.

**Tabel 3.** Analisis Validitas.

Variabel Laten	Indikator	Convergent Validity		Discriminan Validity	
		Loading Factor	Result	AVE	Result
Herding	X1.1	0,834	Valid	0.745	Valid
	X1.2	0,853	Valid		
	X1.3	0,845	Valid		
	X1.4	0,833	Valid		
	X1.5	0,854	Valid		
Overconfident	X3.1	0,822	Valid	0.765	Valid
	X3.2	0,834	Valid		
	X3.3	0,856	Valid		
	X3.4	0,812	Valid		
Keputusan Investasi	Y1.1	0,756	Valid	0.689	Valid
	Y1.2	0,845	Valid		
	Y1.3	0,786	Valid		
	Y1.4	0,900	Valid		
	Y1.5	0,835	Valid		
	Y1.6	0,822	Valid		
	Y1.7	0,713	Valid		
Literasi Keuangan	Z1.1	0,905	Valid	0.634	Valid
	Z1.2	0,856	Valid		
	Z1.3	0,823	Valid		
	Z1.4	0,867	Valid		
	Z1.5	0,903	Valid		
	Z1.6	0,886	Valid		
	Z1.7	0,832	Valid		
	Z1.8	0,894	Valid		

(Referensi: Data diolah peneliti, 2023)

Berdasarkan tabel 5.11 menunjukkan bahwa nilai *loading factor* (*validitas konvergen*) masing-masing item lebih besar dari 0,7 maka masing-masing item pada variabel *Herding*, *Overconfidence*, Keputusan Investasi dan Literasi Keuangan dikatakan valid. Sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh item pada masing-masing variabel telah menjalankan fungsinya secara tepat dan akurat dengan alat ukur SmartPLS.

**Tabel 4.** *Reliability Analysis.*

Variabel	<i>Alfa Cronbach</i>	<i>Composite Reliability</i>
<i>Herding</i>	0.902	0.935
<i>Overconfident</i>	0.878	0.925
Keputusan Investasi	0.923	0.912
Literasi Keuangan	0.945	0,954

(Referensi: Data diolah peneliti, 2023)

Berdasarkan tabel 4 di atas, dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini reliabel. Nilai ambang batas reliabilitas sebesar 0,70 (Ghozali dan Latan, 2015). Pada tabel 4 terlihat bahwa masing-masing variabel memiliki nilai *cronbach's alpha* dan *composite reliability* lebih besar dari 0,7. Sehingga item yang digunakan dalam penelitian ini reliabel.

### Uji Model Struktural

Tujuan pengujian model struktural (*inner model*) adalah untuk mengetahui kesesuaian suatu model, yang dapat dilihat dari nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>), relevansi prediktif (Q<sup>2</sup>), dan *goodness of fit model* (GoF). Nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) variabel Keputusan Investasi sebesar 0,912, hal ini menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi dapat dijelaskan oleh variabel *herding*, dan *overconfidence* sebesar 91,2%, sedangkan sisanya sebesar 8,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini. Nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>), relevansi prediktif (Q<sup>2</sup>), dan *goodness of fit model* (GoF). Nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) variabel Keputusan Investasi sebesar 0,934, hal ini menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi sebesar 91,2% dapat dijelaskan oleh variabel *herding*, dan *overconfidence*, sedangkan sisanya sebesar 8,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

Hasil uji Q<sup>2</sup> menunjukkan nilai Q<sup>2</sup> sebesar 0,921, yang menunjukkan bahwa model penelitian ini memiliki relevansi prediktif. *Herding*, dan *Verconfidence* menyumbang 92,1% dari total, sedangkan sisanya 7,9% diatribusikan kepada variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini. Uji *Goodness of Fit* mencoba menilai keakuratan suatu model penelitian yang dibangun atas variabel-variabel penelitian secara keseluruhan. Berdasarkan hasil perhitungan GoF, diperoleh nilai sebesar 0,83, yang menyiratkan bahwa model struktural penelitian ini secara umum memiliki sifat prediktif yang kuat. *Goodness of fit* (GoF) di atas menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini bersifat *robust*, sehingga memungkinkan dilakukan pengujian hipotesis.

### Uji Hipotesis

Penelitian ini memiliki pengujian hipotesis yaitu pengujian pengaruh langsung dan pengaruh moderasi. Pengujian pengaruh langsung bertujuan untuk menguji pengaruh antara *Herding* dan *Overconfidence* terhadap Keputusan Investasi.

**Tabel 5.** Hasil Uji Efek Langsung.

	<b>Koefisien Jalur</b>	<b>t-Statistik</b>	<b>P-Value</b>	<b>Hasil</b>
<i>Herding</i> → Keputusan Investasi	0,030	1.594	0.000	Ditolak
<i>Overconfidence</i> → Keputusan Investasi	0.372	12.602	0,024	Diterima

(Referensi: Data diolah peneliti, 2023)

Tabel di atas menunjukkan bahwa *herding* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Investment Decisions ( $\beta = 0,030$ ,  $t = 1,594$   $p < 0,05$ ) sehingga H1 ditolak. Selain itu, *Overconfidence* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Investment Decisions ( $\beta = 0,372$ ,  $t = 12,602$   $p < 0,05$ ) sehingga H2 diterima.

**Tabel 6.** Hasil Uji Efek Tidak Langsung

	<b>Koefisien Jalur</b>	<b>Statistik t</b>	<b>Nilai P</b>	<b>Hasil</b>
<i>Herding</i> → Literasi Keuangan → Keputusan Investasi	-0,225	9.592	0.000	Diterima
<i>Overconfidence</i> → Literasi Keuangan → Keputusan Investasi	-0,030	5.502	0.000	Diterima

(Referensi: Data diolah peneliti, 2024)

Tabel 6 diatas menjelaskan bahwa uji tidak langsung atau peran mediasi Literasi Keuangan antara hubungan *Herding* terhadap Keputusan Investasi berpengaruh negatif dan signifikan ( $\beta = -0,225$ ,  $t = 9,592$ ,  $p < 0,05$ ) sehingga hipotesis 3 diterima. Selain itu Literasi Keuangan juga berhasil memediasi *Overconfidence* terhadap Keputusan Investasi menunjukkan hasil.

*Herding* tidak berdampak pada keputusan investasi. Artinya, investor di Jawa Timur, khususnya generasi Z, tidak mengikuti kebiasaan orang lain dalam mengambil keputusan investasi. Temuan ini menunjukkan bahwa investor tidak mendasarkan keputusan investasinya pada keyakinan dan pendapat investor lain atau pialang saham. Untuk menghindari terbentuknya gelembung pasar dan keputusan investasi yang tidak rasional. Investor menggunakan laporan keuangan perusahaan dan analisis fundamental untuk mengambil keputusan investasi yang rasional. Bahaya perilaku *herding* di kalangan investor adalah dapat menyebabkan peningkatan volatilitas pasar dan risiko bagi investor. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan Z. Ahmed et al., (2022); Singh et al., (2022); Bakar & Yi, (2016a), yang menemukan bahwa *herding* tidak berpengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi. Menurut penelitian Khan (2020), *herding* tidak berpengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi, dan investor lebih mengandalkan publikasi keuangan dan laporan perusahaan daripada saran dari keluarga, teman, dan pialang saham.

*Overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Artinya, semakin tinggi tingkat *overconfidence* investor, maka semakin tinggi pula tingkat pengambilan keputusan investasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor khususnya generasi Z di Jawa Timur masih mengalami bias perilaku *overconfidence* dalam mengambil keputusan investasi dan investor belum dapat bertindak rasional dalam mengambil keputusan investasi. Investor yang *overconfidence* cenderung melebih-lebihkan kemampuan penilaiannya sendiri, mengabaikan risiko, dan melakukan investasi yang tidak rasional. Menurut Elhussein dan Abdelgadir (2020), *overconfidence* terjadi ketika investor individu tidak cukup merevisi penilaian awal setelah menerima informasi baru, sehingga tidak menyadari kesalahan investasinya. Mereka yakin bahwa penilaian

investasinya sudah sangat pasti, sehingga menimbulkan *overconfidence*. Bias *overconfidence* menyebabkan inefisiensi pasar akibat mispricing dan volatilitas yang berlebihan, sehingga kinerja investasi seringkali lebih rendah dari pasar (Ranaweera & Kawshala, 2021). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Bakar & Yi, (2016); (Alrabadi dkk., 2018); (Ahmad & Shah, 2022; Ranaweera & Kawshala, 2022; R. Ahmed et al., 2021; Raheja & Dhiman, 2020; Elhoussein & Abdelgadir, 2020; Atif Sattar et al., 2020; Madaan & Singh, 2019), menyatakan bahwa *overconfident* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pengambilan keputusan investasi.

Literasi keuangan mengurangi dampak *herding* terhadap keputusan investasi yang dibuat oleh investor generasi Z di Jawa Timur. Temuan penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa literasi keuangan dapat digunakan untuk memoderasi *herding* dan pengambilan keputusan investasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor, khususnya generasi Z di Jawa Timur dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi, dapat mengurangi pengaruh perilaku *herding* terhadap keputusan investasi investor. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor generasi Z di Jawa Timur dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi dapat menghindari bias perilaku *herding* ketika membuat keputusan investasi, karena literasi keuangan mengurangi pengaruh hubungan positif antara bias perilaku *herding* dan pengambilan keputusan investasi. Akibatnya, literasi keuangan dapat dianggap sebagai faktor terpenting dalam mengurangi bias perilaku *herding* investor, yang memungkinkan investor untuk membuat keputusan investasi yang lebih rasional. Investor mendasarkan keputusan investasi mereka pada laporan keuangan perusahaan dan analisis fundamental daripada mengikuti saran orang lain. Temuan penelitian ini mendukung temuan Khalid et al., (2018). Seorang investor dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi lebih tertarik untuk menggunakan data keuangan perusahaan sebelum membuat keputusan investasi. Sementara itu, investor dengan literasi keuangan rendah mencari nasihat dari keluarga, teman, dan pialang.

Literasi keuangan mengurangi dampak *overconfidence* terhadap keputusan investasi yang dilakukan oleh investor generasi Z di Jawa Timur. Temuan penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa literasi keuangan dapat digunakan untuk mengurangi *overconfidence* dalam pengambilan keputusan investasi. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor, khususnya generasi Z di Jawa Timur dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi, dapat mengurangi dampak perilaku *overconfidence* terhadap pengambilan keputusan investasi investor. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor generasi Z di Jawa Timur dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi dapat terhindar dari bias perilaku *overconfidence* ketika mengambil keputusan investasi, karena literasi keuangan mengurangi hubungan positif antara bias perilaku *overconfidence* dengan pengambilan keputusan investasi. Dengan demikian, literasi keuangan dapat dianggap sebagai faktor terpenting dalam mengurangi bias perilaku *overconfidence* investor, sehingga investor lebih rasional dalam pengambilan keputusan investasinya dan tidak *overconfidence* yang dapat menyebabkan kinerja investasi yang seringkali lebih rendah dari pasar. Temuan penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hayat & Anwar, (2016); Ahmad & Shah, (2022), yang menemukan bahwa pengaruh rasa percaya diri yang berlebihan terhadap pengambilan keputusan investasi individu dimoderasi secara negatif oleh literasi keuangan, dan bahwa literasi keuangan memainkan peran penting dalam mengatasi dampak negatif dari bias perilaku rasa percaya diri yang berlebihan. Investor dengan literasi keuangan yang rendah cenderung terlalu percaya diri dan kurang rasional dalam keputusan investasi mereka, sedangkan investor dengan literasi investasi yang tinggi cenderung kurang percaya diri, meminimalkan risiko, dan membuat keputusan investasi yang lebih rasional.

### **Kesimpulan, Keterbatasan, Saran**

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan di atas, dapat disimpulkan bahwa bias *herding* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi yang diambil oleh investor generasi Z di Jawa Timur. Investor menggunakan laporan keuangan perusahaan dan analisis fundamental untuk mengambil keputusan investasi yang rasional. *Overconfident* behavioural bias mempengaruhi keputusan investasi

generasi Z di Jawa Timur. Hal ini berarti bahwa semakin besar *overconfident* yang ditunjukkan oleh investor, semakin besar pula kemungkinan untuk mengambil keputusan investasi. Investor terlalu percaya diri dalam mengambil keputusan dan tidak mampu bertindak rasional ketika mengambil keputusan investasi. Lebih jauh, literasi keuangan dianggap sebagai faktor terpenting dalam mengurangi bias perilaku *herding* dan *overconfident* investor. Literasi keuangan dianggap sebagai faktor penting dalam mengurangi bias perilaku investor berkelompok.

Penelitian ini memberikan kontribusi secara teoritis bagi pengembangan ilmu pengetahuan dan menjadi bahan acuan bagi penelitian selanjutnya. Selain itu, hasil penelitian ini menjadi bahan pertimbangan bagi regulator, pengambil kebijakan, dan investor agar lebih bijak dalam mengambil keputusan investasi serta menekankan pada peningkatan keterampilan literasi keuangan bagi investor generasi Z.

Keterbatasan penelitian ini antara lain objek yang diteliti hanya satu jenis instrumen investasi yaitu saham sehingga belum menggambarkan perilaku investor secara keseluruhan pada instrumen investasi yang lain. Selain itu sampel pada penelitian ini hanya terbatas di Jawa Timur sehingga belum mencakup sampel yang besar sehingga belum dapat menggambarkan perilaku investor secara keseluruhan dalam mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut untuk menutupi kekurangan penelitian ini. Memperluas objek penelitian baik dari segi lokasi penelitian, subjek penelitian seperti obligasi, reksa dana, ETF dan instrumen investasi lainnya, menambahkan variabel lain untuk mengukur bias perilaku investor seperti loss aversion, framing bias, anchoring bias, representativeness bias dan bias perilaku lainnya serta dapat meneliti investor dengan semua kelompok umur atau investor dengan generasi yang berbeda.

## Daftar Pustaka

- Adil, M., Singh, Y., & Ansari, M. S. (2022). How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision? *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 17–30. <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2020-0086>
- Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2020). 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>
- Andrea Devenow, & Ivo Welch. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3–5), 603–615.
- Atif Sattar, M., Toseef, M., & Fahad Sattar, M. (2020). Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(2), 69. <https://doi.org/10.11648/j.ijafrm.20200502.11>
- 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(October 2015), 319–328. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(16\)00040-x](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(16)00040-x)
- Ben Ameer, H., Boujelbène, M., Prigent, J. L., & Triki, E. (2020). Optimal Portfolio Positioning on Multiple Assets Under Ambiguity. *Computational Economics*, 56(1), 21–57. <https://doi.org/10.1007/s10614-019-09894-y>

- Bogdan, S., Suštar, N., & Draženović, B. O. (2022). Herding Behavior in Developed, Emerging, and Frontier European Stock Markets during COVID-19 Pandemic. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9). <https://doi.org/10.3390/jrfm15090400>
- Brigham, & Houston. (2019). Fundamentals of Financial Management. In *The Journal of Finance* (15th ed., Vol. 34, Issue 5). Cengage Learning. <https://doi.org/10.2307/2327254>
- Budiman, J., & Patricia. (2021). Pengaruh Overconfidence Bias, Herding Bias, Representativeness Bias, Loss Aversion, dan Risk perception terhadap Investment Decision di Kota Batam. *CoMBInES*, 1(1), 1979–1987.
- Candraningrat, I. R., Udayana, U., & Kuala, U. S. (2019). *BIAS PERILAKU DARI OVER CONFIDENCE DAN DISPOSISI PENGARUH DAN DAMPAKNYA TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI*. 100(Icoi), 109–115.
- Devadas, M., & Vijayakumar, T. (2019). Investment decisions, herd behaviour and retail investors. *International Journal of Innovative Technology and Exploring Engineering*, 8(10), 3291–3294. <https://doi.org/10.35940/ijitee.J1210.0881019>
- Dewi, S., & Pertiwi, T. K. (2021). Analysis of Stock Investment Decisions on Investors in Surabaya. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(2), 2748–2759. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i2.1984>
- Elhussein, N. H. A., & Abdelgadir, J. N. A. (2020). Behavioral Bias in Individual Investment Decisions: Is It a Common Phenomenon in Stock Markets? *International Journal of Financial Research*, 11(6), 25. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n6p25>
- Fedorova, E. A., Nekhaenko, V. V., & Dovzhenko, S. E. (2015). Impact of Financial Literacy of the Population of the Russian Federation on Behavior on Financial Market : *Springer*, 26(4), 394–402. <https://doi.org/10.1134/S1075700715040036>
- Fedorowicz, K., & Łopatka, A. (2022). The importance of investment in the development of enterprises in Poland in 2009-2018. *Procedia Computer Science*, 207, 4171–4179. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2022.09.480>
- Hayat, A., & Anwar, M. (2016). 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>
- Kahneman and Tversky. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(March), 263–291.
- Kartini, K., & Nahda, K. (2021). Behavioral Biases on Investment Decision: A Case Study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 1231–1240. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.1231>
- Khan, D. (2020). Cognitive Driven Biases, Investment Decision Making: The Moderating Role of Financial Literacy. *SSRN Electronic Journal*, 1–25. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3514086>
- Kyriazis, N. A. (2020). Herding behaviour in digital currency markets: An integrated survey and empirical estimation. *Heliyon*, 6(8), e04752. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e04752>
- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2007). ScholarlyCommons Financial Literacy and Retirement Preparedness : Evidence and Implications for Financial Education Programs Financial Literacy

and Retirement Preparedness : Evidence and Implications for. *Business Economy*.

- Madaan, G., & Singh, S. (2019). An analysis of behavioral biases in investment decision-making. *International Journal of Financial Research*, 10(4), 55–67. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n4p55>
- Marriott, N., & Mellett, H. (2006). *Accounting Education : an Health care managers ' financial skills : measurement , analysis and implications Health care managers ' financial skills : measurement , analysis and implications*. March 2015, 37–41. <https://doi.org/10.1080/09639289600000006>
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
- Natasya, Kusumastuti, D. H., Alifia, W., & Leon, F. M. (2022). The Effect Between Behavioral Biases and Investment Decisions Moderated by Financial Literacy on the Millennial Generation in Jakarta. *The Accounting Journal of Binaniaga*, 7(1), 113–126. <https://doi.org/10.33062/ajb.v7i1.502>
- Nguyen, C. T., & Trinh, L. T. (2018). The impacts of public investment on private investment and economic growth. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 25(1), 15–32. <https://doi.org/10.1108/jabes-04-2018-0003>
- Pompian, M. M. (2021). Behavioral Finance and Your Portfolio: A Navigation Guide for Building Wealth. In *Quantitative Finance* (Vol. 22, Issue 7). Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England., <https://doi.org/10.1080/14697688.2022.2077231>
- Prosad, J. M., Kapoor, S., & Sengupta, J. (2017). Qualitative Research in Financial Markets Article information :A Meta- Analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 34–47. <https://dx.doi.org/10.1108/QRFM-06-2016-0018>
- Rahadi, D. R., & Stevanus, Y. (2020). Persepsi Dan Pengambilan Keputusan Milenial Terhadap Instrumen Investasi Masa Depan : Studi Literatur. *INOBSIS: Jurnal Inovasi Bisnis Dan Manajemen Indonesia*, 3(2), 162–177. <https://doi.org/10.31842/jurnalinobis.v3i2.129>
- Raheja, S., & Dhiman, B. (2020). How do emotional intelligence and behavioral biases of investors determine their investment decisions? *Rajagiri Management Journal*, 14(1), 35–47. <https://doi.org/10.1108/ramj-12-2019-0027>
- Ranaweera, S. S., & Kawshala, B. A. H. (2021). Influence of Behavioral Biases on Investment Decision Making with Moderating Role of Financial Literacy and Risk Attitude: A Study Based on Colombo Stock Exchange. *South Asian Journal of Finance*, 2(1), 56. <https://doi.org/10.4038/sajf.v2i1.32>
- Rasool, N., & Ullah, S. (2020). *Financial literacy and behavioural biases of individual investors : empirical evidence of Pakistan stock exchange*. 25(50), 261–278. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2019-0031>
- Robin, & Angelina, V. (2020). Analysis of the Impact of Anchoring, Herding Bias, Overconfidence and Ethical Consideration Towards Investment Decision. *JIMFE (Jurnal Ilmiah Manajemen Fakultas Ekonomi)*, 6(2), Inpress. <https://doi.org/10.34203/jimfe.v6i2.2558>
- Sari, A. W., Purwanto, B., & Viana, E. D. (2023). Literasi keuangan dan faktor yang memengaruhi minat pelaku umkm berinvestasi di pasar modal: analisis theory of planned behavior. *INOBSIS: Jurnal Inovasi Bisnis Dan Manajemen Indonesia*, 6(3), 314–327.

<https://doi.org/10.31842/jurnalinobis.v6i3.279>

- Sekaran, U., & Bougie, R. (2014). *Research Methods for Business*. In *Wiley* (7th ed.). Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England., [https://doi.org/10.1007/978-94-007-0753-5\\_102084](https://doi.org/10.1007/978-94-007-0753-5_102084)
- Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Sherfin, 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. (2021). *Effects of Financial Education on Sound Personal Finance in Korea*. 0–2. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12486>
- Usriyono, E., & Wahyudi, S. (2023). The investment decision of millennial generation: An analysis using financial literacy and financial behavior. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 7(2), 8–14. <https://doi.org/10.22495/cgobrv7i2p1>
- Yasir, A., Safdar, U., & Javaid, Y. (2022). Herd behaviour in foreign exchange market. *Journal of Economic Structures*, 11(1). <https://doi.org/10.1186/s40008-022-00270-y>