Peran bias perilaku investor dalam proses pengambilan keputusan dan kinerja investasi

Roseline Mannuela Anwar*, Hendry Wijaya, Rita Amelinda
Universitas Kristen Krida Wacana, Jakarta Barat, DKI Jakarta, Indonesia

A B S T R A C T

This study aims to determine whether investor bias, including heuristic and herding biases, has an impact on investors' investment behaviour, particularly in Indonesia. The sample was taken by purposive sampling, which is a non-probability sampling technique. This technique is used to identify respondents who have already made stock investments on the stock exchange. This study used 154 investor respondents, specifically those who started investing in stock from various range of age. The study employs path analysis using the Smart-PLS software tool for data analysis. The results of this study show that heuristic bias is proven to have a significant positive effect on investors' investment decisions and performance. Furthermore, investment decisions are proven to mediate the effect of heuristic bias on investor investment performance. On the other hand, herding bias is not proven to have an effect on investor investment decisions and performance. In addition, investor investment decisions are also not proven to mediate the effect of herding bias on investor investment performance. Based on the results of this study, investors need to be aware of the role of heuristic bias to make more rational decisions that can ultimately improve investor investment performance.

A B S T R A K

Penelitian ini bertujuan untuk menelusuri apakah terdapat pengaruh dari bias perilaku investor yakni heuristic bias dan herding biases terhadap kinerja investasi dari para investor khususnya di Indonesia. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik non-probability sampling yaitu purposive sampling. Teknik ini merujuk pada pemilihan responden yang dituju merupakan investor yang sudah berinvestasi saham di pasar modal. Penelitian ini menggunakan 154 responden investor khususnya yang mulai berinvestasi saham dari berbagai rentang usia. Di dalam menganalisis data, penelitian ini menggunakan path analysis dengan bantuan software Smart-PLS. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa heuristic bias terbukti signifikan berpengaruh positif terhadap keputusan serta kinerja investasi investor. Selanjutnya, Keputusan investasi terbukti memediasi pengaruh heuristic bias terhadap kinerja investasi investor. Namun, pada sisi lainnya, herding bias tidak terbukti berpengaruh terhadap keputusan dan kinerja investasi investor. Selain itu, keputusan investasi investor juga tidak terbukti memediasi pengaruh herding bias terhadap kinerja investasi investor. Berdasarkan hasil penelitian ini, investor perlu menyadari faktor peran heuristic bias untuk membuat keputusan lebih rasional yang pada akhirnya dapat meningkatkan kinerja investasi investor.

Kata Kunci:
Investment decisions, Heuristic bias, Herding bias, Investment performance

Received 27 Juni 2024
Revised 24 September 2024
Accepted 1 Oktober 2024

JEL Classification:
G40, G41

DOI:
10.14414/jbb.v14i1.4618

Journal of Business and Banking

ISSN 2088-7841

Volume 14 Number 1
May 2024 - October 2024

pp. 39-57

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

1. PENDAHULUAN

Pada saat ini, ilmu terkait *Behavioral finance* merupakan suatu aspek yang sangat penting mengingat perannya yang cukup signifikan dalam dunia keuangan, khususnya pada bidang investasi. *Behavioral finance* merupakan suatu konsep yang menggabungkan aspek perilaku dan psikologis manusia di dalam pengambilan keputusan terkait keuangan (Wulandari & Iramani, 2014; Kumar & Goyal, 2015). Pandangan tersebut berbeda dengan pendekatan klasik. Misalnya, di dalam keuangan, pandangan klasik menganggap bahwa individu bertindak secara rasional dan objektif di dalam mengelola aset keuangannya.

Dalam teori keuangan klasik, dikenal suatu perspektif terkait *Efficient Market Hypothesis*, dimana perspektif ini menyatakan bahwa tidak ada investor yang dapat mengungguli pasar saham dikarenakan harga saham tercermin dari seluruh informasi yang tersedia di pasar (Khan dkk., 2020). Sikap investor dalam pengambilan keputusan ini dapat dikateorikan sebahai dasar rasional dan irasional (Putra dkk., 2016). Kemudian, dalam pandangan EMH, harga saham diperdagangkan pada nilai wajar dan investor tidak dapat membeli saham dengan harga yang lebih rendah ataupun menjual dengan harga yang lebih tinggi. Namun dalam praktiknya, investor tidak selalu berperilaku rasional. Mereka sering kali dipengaruhi oleh emosi, bias kognitif, dan faktor psikologis lainnya yang dapat menyebabkan keputusan investasi menjadi irasional. Sebagai contoh, investor berpotensi melakukan *overreaction* terhadap berita baik atau buruk, atau dapat juga terpengaruh oleh fenomena "*herding behavior*," dimana investor cenderung mengikuti tindakan mayoritas tanpa mempertimbangkan nilai fundamental dari aset tersebut.

Perilaku irasional investor dapat mengakibatkan anomali pasar yang bertentangan dengan prinsip EMH. Misalnya, pada *asset bubble* atau *market crash*. Sementara itu, EMH mengasumsikan pasar adalah efisien, perilaku irasional investor menunjukkan bahwa pasar mungkin tidak selalu mencerminkan informasi secara sempurna dan terdapat peluang untuk mendapatkan keuntungan dari ketidakefisienan ini. Menurut Fama (1970) untuk mengungguli pasar investor seringkali melakukan investasi yang berisiko.

Terdapat beberapa hasil penelitian yang membuktikan bahwa bias psikologis, perilaku irasional, dan keputusan investasi investor yang buruk sering terjadi pada pasar (Jan dkk., 2022), Hal tersebut tidak sesuai dengan prediksi dari teori keuangan klasik (EMH). Perilaku investasi seperti mempertahankan investasi yang merugi terlalu lama, menjual investasi yang menguntungkan terlalu cepat, mengikuti pendapat orang lain, dan kurangnya diversifikasi menjadi tantangan dalam pengelolaan portofolio investor. Perspektif *behavioral finance* memiliki fokus pada aspek psikologis serta emosional seorang investor dalam pengambilan keputusan investasi, dimana dapat menjadi pendekatan yang lebih relevan dalam memahami perilaku investor di pasar saham. Pada perspektif perilaku keuangan, diindikasikan bahwa di dalam proses pengambilan keputusan investasi, terdapat berbagai bias perilaku (*behavioral biases*) yang memicu investor untuk tidak mengikuti prinsip rasionalitas.Pleh sebab itu, perilaku ini menghasilkan keputusan investasi yang irasional. Keputusan investasi seringkali dipengaruhi oleh faktor-faktor psikologis yang dapat mengakibatkan investor berperilaku irasional. Di dalam

penelitian ini, peneliti menelusuri dua dimensi utama dari bias perilaku investor, antara lain adalah *heuristic bias* dan *herding bias*.

Menurut Sudirman dkk. (2023) *heuristic bias* merupakan strategi maupun jalan pintas yang digunakan investor untuk mencari solusi dalam menghadapi situasi yang kompleks. Hal ini dapat membantu mereka untuk memahami dunia nyata secara efisien dan mengurangi beban pikiran. Akan tetapi, dampak dari heuristik juga dapat mengakibatkan kesalahan sistematis yang dikenal dengan istilah bias kognitif (*representativeness, overconfidence, anchoring, gambler's fallacy, ability bias*). Para investor sering mengimplementasikan aspek heuristic ini untuk mempercepat pengambilan keputusan investasi walaupun hal tersebut dapat mengarah pada pengambilan keputusan yang tidak selalu rasional dan memiliki kemungkinan menghasilkan hasil yang tidak sesuai. Khan dkk. (2020) menemukan bahwa bias yang didorong oleh aspek heuristic memiliki pengaruh langsung dan signifikan terhadap perilaku keputusan investasi di Pakistan.

Di sisi lain, *herding bias* merujuk kepada keadaan pada saat investor berpikir rasional, mereka mulai berperilaku irasional dengan mengikuti penilaian orang lain ketika mereka mengambil keputusan (Kumar & Goyal, 2015; Theressa & Armansyah, 2022). Ketika investor mempunyai waktu yang terbatas untuk membuat keputusan investasi, mereka cenderung mengikuti orang lain dibandingkan menafsirkan informasi yang diterima. Merujuk pada Kumar & Goyal (2015) dipaparkan bahwa investor perorangan lebih cenderung menunjukkan perilaku *herding* karena mengikuti keputusan dari kelompok besar atau *noise traders*. Analis mungkin juga mengikuti pengalaman atau keputusan masa lalu atau meniru orang lain untuk melindungi reputasi atau kepentingan kompensasinya. Penelitian yang dilakukan oleh Lee dkk. (2016) menunjukkan bahwa investor individu lebih rentan mengadopsi sikap *herding* di dalam pengambilan keputusan dibandingkan dengan investor institusi. Gavrilakis & Floros (2022) juga menemukan bahwa sikap herding mempengaruhi perilaku investasi investor ketika membangun portofolio.

Melalui pemaparan di atas, dapat diketahui bahwa *bia*s dari perilaku investor akan berpengaruh terhadap keputusan investasi yang mereka ambil dan ini tentu juga akan berdampak pada kinerja portofolio investasi. Penelitian ini memiliki peran signifikan dalam mengkaji kondisi di Indonesia pada kelompok generasi muda yang mayoritas makin banyak berinvestasi dan memberikan perspektif baru mengenai bagaimana *bias* perilaku mempengaruhi kelompok demografis ini. Di samping itu, penelitian ini akan menelusuri peran dari keputusan investasi investor di dalam memediasi hubungan antara bias perilaku investor terhadap kinerja investasi investor. Penelitian ini berkontribusi untuk menyelidiki faktor-faktor yang memengaruhi investor muda Indonesia dalam membuat keputusan investasi. Penelitian ini berkontribusi menguji kembali faktor-faktor yang mempengaruhi investor muda Indonesia dalam membuat keputusan investasi. Apakah keputusan investasi tersebut didasarkan pada pengetahuan dan kompetensi yang diperoleh dalam menganalisis dan menentukan investasi. Apakah ada faktor emosi ataupun perilaku orang lain yang membuat keputusan seseorang menjadi tidak rasional.

2. RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Investor Decisions and Performance

Keputusan investasi melibatkan suatu perilaku ketika seorang individu melakukan pembelian aset atau instrumen keuangan. Misalya saham maupun surat berharga lainnya yang diperdagangkan di pasar modal dengan tujuan untuk mendapatkan imbal hasil di waktu yang akan datang. Ahmad & Shah (2022) memaparkan bahwa kinerja investasi dapat terlihat melalui portofolio *return* yang dihasilkan. Baik buruknya kinerja investasi yang dihasilkan akan bergantung kepada keputusan investasi yang diambil oleh seorang individu. Kualitas dari keputusan investasi dapat mempengaruhi tingkat pengembalian investasi, risiko, serta nilai investasi secara keseluruhan. Keputusan yang tepat di dalam memilih instrumen investasi, alokasi aset, dan strategi manajemen portofolio dapat menghasilkan imbal hasil yang positif. Sebaliknya, keputusan yang kurang tepat dapat berdampak terhadap kerugian atau kinerja investasi yang tidak sesuai dengan ekspektasi investor. Keputusan investasi harus ditetapkan secara hati-hati karena berdampak secara langsung terhadap kesejahteraan investor yang dapat dilihat dari segi imbal hasil yang diperoleh maupun kepuasan yang dirasakan.

Ameur dkk. (2020) berpandangan bahwa di dalam konteks keuangan tradisional memiliki asumsi bahwa investor memiliki informasi pasar yang lengkap dan dapat membuat keputusan investasi yang rasional. Akan tetapi, pada pandangan *behavioral finance,* keputusan investasi yang dihasilkan investor seringkali tidak didasarkan pada rasionalitas. Keputusa tersebut disebabkan adanya *bias-bias* yang terjadi seperti *bia*s heuristik maupun *bias* psikologis dan perilaku investor seperti perilaku *herding* dan *overconfidence* (Adielyani & Mawardi, 2020; Rozak & Amalia, 2023). Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Gavrilakis & Floros (2022) yang mengemukakan bahwa *bias* dari perilaku investor memiliki peran penting di dalam menentukan keputusan investasi yang berdampak terhadap kinerja keuangan yang dihasilkan. Oleh karena itu, pengambilan keputusan investasi yang cermat yang didukung oleh analisis serta pemahaman mendalam tentang pasar keuangan, merupakan faktor kunci untuk mencapai kinerja investasi yang optimal.

H1: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap kinerja investasi.

Behavioral Biases – Heuristic Bias, Investment Decision, and Performance

Behavioral biases atau yang seringkali dikenal dengan istilah penyimpangan perilaku merupakan tindakan penyimpangan di dalam pengambilan keputusan keuangan. Keputusan ini dipengaruhi oleh faktor-faktor psikologis dan emosional. Penyimpangan ini dapat mengarahkan seorang individu untuk membuat keputusan investasi yang tidak selalu rasional atau optimal. Salah satu bentuk dari *bias* tersebut yakni adalah *heuristic bias*. Sudirman dkk. (2023) memiliki pandangan terkait heuristic yakni merupakan proses pada saat individu mencapai kesimpulan dari informasi yang tersedia. Ini yang umumnya terjadi ketika investor tidak memiliki waktu serta informasi yang memadai di dalam menilai suatu instrument investasi yang berdampak pada pengambilan keputusan investasi yang salah. Bias *heuristic* ini seringkali dianggap sebagai jalan pintas bagi seorang investor guna menghadapi situasi yang kompleks

dan tidak pasti untuk membuat keputusan menjadi sederhana dan efisien (Ahmad & Shah, 2022).

Terdapat lima aspek yang tergolong ke dalam *heuristic bias* antara lain adalah *representativeness, anchoring, availability, gambler's fallacy*, dan *overconfidence* (Tversky & Kahneman, 1970); (Sudirman dkk., 2023b; Ullah Malik dkk., 2022). Bias ini dinilai cukup efektif digunakan di dalam pengambilan keputusan investasi Akan tetapi, itu dapat menyebabkan kesalahan sistematis. Pemahaman yang lebih baik tentang heuristik dan *bias* yang ditimbulkannya dapat meningkatkan penilaian dan keputusan dalam situasi ketidakpastian.

Representativeness

Istilah *representativeness* dalam aspek heuristic merupakan kecenderungan investor di dalam mengambil keputusan berdasarkan pengalaman historisnya. Investor yang mengandalkan faktor ini akan cenderung memiliki sikap yang berlebihan di dalam menghadapi kerugiannya dan terlalu optimis terhadap keuntungan yang diperolehnya di masa lalu. Sebagai dampaknya, investor tersebut seringkali memberikan reaksi yang berlebihan terhadap berita yang baik (*over-reaction)* maupun buruk (*under-reaction*). Budiman dkk. (2023) berpendapat bahwa investor cenderung menggunakan kinerja saham di masa lalu sebagai dasar untuk keputusan investasi, menganggap bahwa sejarah pendapatan yang baik atau buruk akan berlanjut di masa depan. Hal ini menyebabkan investor akan berinvestasi setelah kenaikan harga dan menghindari saham ketika harganya di bawah nilai wajar.

Keputusan investasi investor saham umumnya dipengaruhi oleh aspek *representativeness* dalam dua cara. Pertama, ketika melakukan evaluasi kinerja perusahaan di masa yang akan datang dan kedua, ketika investor menafsirkan informasi pasar (Jain dkk., 2023; Kasoga, 2021; Vitmiasih dkk., 2021). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang (2014) dan Vitmiasih dkk. (2021) membuktikan hal serupa dimana aspek *representative heuristic* berdampak kepada proses keputusan investasi investor. Chandra & Kumar (2012) di dalam penelitiannya membuktikan bahwa mayoritas investor mendasarkan keputusan investasinya oleh sikap *representativeness* dan mental akuntansi. Temuan lainnya memaparkan bawha adanya bias perilaku seperti aspek *representativeness* akan memperburuk perilaku keuangan investor yang akan dapat berimbas pada keputusan serta kinerja investasi yang dihasilkan (Khan dkk., 2020).

Overconfidence

Menurut Gavrilakis & Floros (2022) *overconfidence* merupakan kecenderungan investor di dalam menafsirkan keakuratan informasi serta memiliki sikap yang berlebihan terhadap wawasan dan kemampuan yang dimilikinya di dalam konteks membuat keputusan investasi. Seorang investor yang memiliki sikap *overconfidence* cenderung mengesampingkan risiko dari suatu investasi, memiliki persepsi yang berlebihan terhadap keuntungan yang akan diperoleh, serta cenderung menyusun portofolio investasi yang tidak terdiversifikasi dengan baik dan bijak. Terdapat tiga atribut dalam kepribadian seorang investor yang memiliki sikap *overconfidence* yakni *overestimation, over-placement,* dan *over-precision* (Sanchez & Dunning, 2023). *Overestimation* merupakan

kondisi dimana individu hanya berfokus terhadap keterampilan sendiri serta memiliki keyakinan kuat bahwa kualitas kinerja individu lebih penting daripada kinerja aktualnya. *Over-placement* adalah suatu keadaan dimana seorang individu menganggap dirinya lebih baik daripada orang lain. *Over-precision* merupakan kondisi dimana seorang investor merasa terlalu yakin terhadap penilaiannya sehingga mengabaikan faktor risiko yang terkait dengan keputusan investasinya.

Penelitian sebelumnya menemukan bahwa investor yang memiliki sikap *overconfidence* akan memiliki ekspektasi yang lebih tinggi terhadap tingkat imbal hasil yang diperoleh Kiymaz dkk. (2016). Hasil yang serupa diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Im & Oh (2016) yang menemukan bahwa investor yang memiliki sikap *overconfidence* memiliki korelasi dengan kinerja portofolionya yang buruk. Bouteska & Regaieg (2020) menemukan bahwa sikap *overconfidence* berpengaruh negatif terhadap keputusan dan kinerja investasi investor. Hasil serupa dapat dijumpai pada penelitian Jain dkk. (2020) yang menemukan bahwa sikap *overconfidence* memiliki pengaruh signifikan terhadap pengambilan keputusan investor. Gavrilakis & Floros (2022) menemukan hal serupa bahwa investor yang memiliki sikap *overconfidence* mempunyai dampak signifikan terhadap konstruksi portofolio dan tingkat kepuasan kinerja investor.

Anchoring

Anchoring dapat didefinisikan sebagai kecenderungan seorang individu didalam bergantung terhadap informasi awal ketika membuat keputusan informasi. Informasi awal tersebut merupakan dasar bagi para investor untuk berekspektasi, melakukan penilaian, serta keputusan investasi di masa yang akan datang. *Anchoring* dapat membuat investor mengabaikan aspek fundamental suatu aset dan hanya berfokus kepada harga aset tersebut (Gavrilakis & Floros, 2022). Hal tersebut dapat berdampak kepada pengambilan keputusan investasi yang salah.

Studi yang dilakukan oleh Kengatharan & Kengatharan (2014) memperoleh hasil bahwa aspek *anchoring* memiliki dampak negatif terhadap keputusan investasi investor. Chang dkk. (2019) menemukan bahwa investor cenderung menggunakan harga harian di dalam melakukan penilaian saham ex-distribusi, sehingga menghasilkan hubungan positif antara *return ex-day* dan faktor penyesuaian.

Gambler's Fallacy

Gambler's fallacy merupakan suatu kondisi yang dapat timbul ketika investor tidak tepat di dalam memperkirakan suatu tren investasi. Hal tersebut dapat terjadi ketika investor terlalu banyak mengambil risiko setelah adanya prediksi positif yang dapat berdampak kepada timbulnya kerugian (Gavrilakis & Floros, 2022). Oleh karena hal tersebut, kekeliruan yang terjadi ini mengarah kepada keputusan yang buruk. Banyak investor sering melakukan *gambler's fallacy* ketika dirinya yakin bahwa suatu aset akan memperoleh atau kehilangan nilai setelah serangkaian sesi perdagangan dengan pergerakan sebaliknya. Di pasar saham kekeliruan para investor muncul ketika orang memprediksi secara tidak akurat titik balik (momentum) yang dianggap sebagai akhir dari keuntungan pasar yang baik maupun buruk.

Di dalam penelitiannya, Xia & Madni (2024) membuktikan bahwa investor yang mengalami kondisi *gambler's fallacy* memiliki kemampuan untuk mengantisipasi tingkat pengembalian akhir selama kondisi pasar saham baik maupun buruk. Hasil penelitian lainnya menegaskan bahwa terdapat hanya sedikit bukti mengenai pasar keuangan, termasuk pengambilan keputusan portofolio (Kumaran, 2013).

Availability Bias

Gavrilakis & Floros (2022) memaparkan aspek *availability bias* sebagai *bias* yang muncul ketika seorang investor memberikan penilaian berdasarkan informasi yang mudah diakses dibandingkan melakukan evaluasi berdasarkan informasi yang lebih relevan dan akurat. *Bias* tersebut terjadi ketika seorang investor terlalu mengandalkan informasi yang tersedia untuk pengambilan keputusan. Investor menilai kemungkinan suatu hasil investasi berdasarkan seberapa cepat dan mudahnya hasil tersebut terlintas di dalam benak investor.

Khan dkk. (2020), dalam penelitiannya, menemukan bahwa aspek *availability bias* mempunyai dampak signifikan terhadap keputusan investasi investor individu. Hasil penelitian serupa juga menemukan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *availability* dan *representativeness bias* terhadap keputusan investasi (Fachrudin dkk., 2017).

H2: *Heuristic bias* berpengaruh terhadap keputusan investasi

H3: *Heuristic bias* berpengaruh terhadap kinerja investasi

H4: Keputusan investasi memediasi pengaruh *heuristic bias* terhadap kinerja investasi

Behavioral Biases – Herding Bias, Investment Decision, and Performance

Raut dkk. (2020) memaparkan bahwa *herding* merupakan perilaku yang timbul ketika investor tidak menggunakan pengetahuan dan informasinya sendiri di dalam mengambil keputusan, melainkan meniru tindakan serta keputusan investor lain. Umumnya, investor memiliki kebiasaan untuk meniru investor lainnya. Ini bukan berarti bahwa keputusan investor lainnya sudah optimal. Akan tetapi, mereka bertujuan untuk menghindari upaya tambahan dalam pencarian informasi. Vuković & Pivac (2023) memiliki pandangan bahwa di dalam konteks investasi saham, penilaian serta tindakan masyarakan pada saat yang sama menjadi serupa. Hal tersebut dikarenakan bahwa seseorang memiliki reaksi yang sama terhadap informasi yang diperoleh. Herding dapat terjadi ketika seorang investor merasa tidak yakin akan penilaian serta informasi yang dimiliki akan suatu investasi. Menurut Ming-ming dkk. (2016) investor yang kurang memiliki pengalaman cenderung akan menunjukkan perilaku herding. Goyal dkk. (2023) memaparkan bahwa perilaku herding dapat terjadi ketika investor terpengaruh oleh tekanan social sehingga menggunakan strategi herding di dalam meniru pilihan investasi dari investor lainnya.

Qasim dkk. (2019), di dalam penelitiannya ,menemukan bahwa perilaku herding berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Akan tetapi, pada sisi lainnya Vuković & Pivac (2023) menemukan bahwa aspek *herding* berpengaruh negative terhadap keputusan investasi

investor. Hasil serupa juga ditemukan di dalam penelitian yang dilakukan oleh Rahman & Gan (2020). Hal tersebut menunjukkan, bahwa semakin seorang investor hanya mengandalkan tindakan serta rekomendasi investor lainnya.Oleh sebab itu, keputusan investasi yang dipilih akan semakin kurang baik. Kondisi tersebut tentunya akan berdampak kepada kinerja dari portofolio investasi yang ditentukan.

H5: *Herding bias* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi

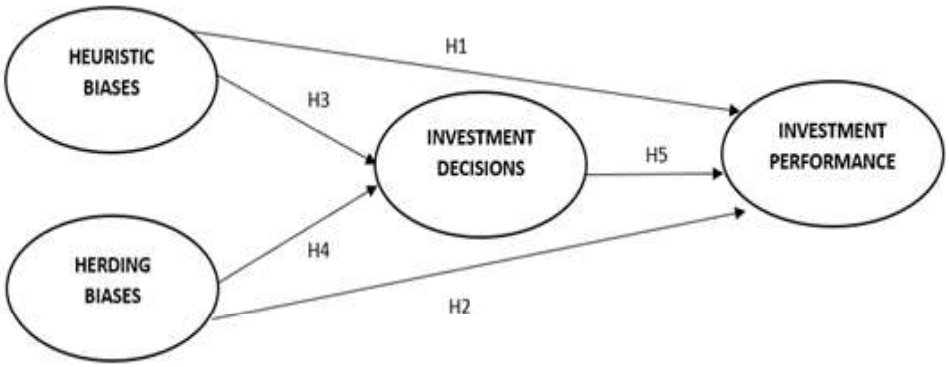
H6: *Herding bias* berpengaruh negatif terhadap kinerja investasi

H7: Keputusan investasi memediasi pengaruh *herding bias* terhadap kinerja investasi

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini, secara empiris, bertujuan untuk menelusuri pengaruh dari *bias* perilaku investor yakni *heuristic bias* dan *herding biases* terhadap kinerja investasi dari para investor. Di samping itu, di dalam penelitian ini, peneliti juga menelusuri peran keputusan investasi investor di dalam memediasi hubungan antara *bias* perilaku investor terhadap kinerja investasi investor. Data primer digunakan di dalam penelitian ini diperoleh melalui penyebaran kuesioner secara langsung kepada responden, yakni para investor yang telah berinvestasi pada instrumen saham. Variabel *Heuristic Bias*, *Herding Bias*, Keputusan Investasi, dan Kinerja Investasi dalam penelitian ini diukur menggunakan skala interval dengan 5 poin Skala Likert. Pernyataan kuesioner di dalam penelitian ini dirancang dengan mengacu kepada beberapa penelitian terdahulu sebagai berikut (Tabel 1).

Kuesioner yang disebarkan menggunakan teknik *non-probability sampling* yakni *purposive sampling*. Responden yang dituju adalah individu yang sudah berinvestasi di pasar modal (investor) khususnya pada instrument saham. Total responden yang mengisi kuesioner di dalam penelitian ini adalah sebanyak 154 responden. Di dalam melakukan analisis data di dalam penelitian ini, langkah awal adalah melakukan *pilot test* untuk melihat validitas dan reliabilitas pada model dalam penelitian. *Pilot test* dilakukan dengan melakukan pengujian validitas dan reliabilitas kepada 30 responden, dan diperoleh hasil bahwa terbukti indikator pengukur variabel dalam model penelitian ini sudah valid dan reliabel.



Gambar 1
Model Penelitian

Tabel 1
Variabel, Indikator & Sumbernya

Konstruk	Indikator	Kode	Sumber
Heuristic Bias	*Representativeness*	HEU1	Le, Phuoc & Doan, Thi, Thu, (2011)
		HEU2	
	Overconfidence	HEU3	
	Anchoring	HEU4	
		HEU5	
	Gambler's Fallacy	HEU6	
	Ability Bias	HEU7	
		HEU8	
Herding Bias	Pemilihan jenis saham investor lain	HERD1	Le, Phuoc & Doan, Thi, Thu, (2011)
	Volume saham investor lain	HERD2	
	Keputusan jual beli investor lain	HERD3	
	Reaksi terhadap pasar	HERD4	
Keputusan Investasi	Analisis fundamental	ID1	Metawa dkk., (2019)
		ID2	
		ID3	
	Analisis teknikal	ID4	
		ID5	
		ID6	
		ID7	
Kinerja Investasi	Ekspektasi tingkat pengembalian	IP1	Le, Phuoc & Doan, Thi, Thu, (2011)
	Pengembalian vs Rata-rata Pasar	IP2	
	Kepuasan keputusan investasi	IP3	

Sumber: Data Diolah, 2024

Selanjutnya, pengujian untuk keseluruhan data dilanjutkan dengan pengujian *measurement model* dan *structural model* dengan mengimplementasikan metode SEM (*Structural Equation Modelling*) menggunakan SmartPLS-3.0. Pengujian terhadap *measurement model* dilakukan untuk menelusuri validitas serta reliabilitas masing-masing variabel di dalam penenlitian ini, sedangkan pengujian *structural model* dilakukan untuk melakukan uji signifikansi hipotesis model dalam penelitian ini. Suatu hipotesis dikatakan signifikan apabila nilai *p-value* lebih kecil dari tingkat signifikansi (α) yang telah ditentukan (5%).

Tabel 2
Demografi Responden

Demografi	Frekuensi (n)	Persentase (%)
Jenis Kelamin		
Laki-laki	73	47,4
Perempuan	81	52,6
Usia		
< 20 tahun	77	50
21 – 25 tahun	40	26
26 – 30 tahun	12	7,8
– 35 tahun	10	6,5
> 36 tahun	15	9,7
Pendidikan		
SMA/SMK	40	26
Diploma	4	2,6
Strata 1 (S1)	104	67,5
Pascasarjana (S2 / S3)	6	3,9
Pekerjaan		
Siswa/Pelajar	3	1,9
Mahasiswa/i	103	66,9
Karyawan	30	19,5
Dosen/Guru	2	1,3
Wirausaha	10	6,5
Lainnya	6	3,9
Domisili		
DKI Jakarta	39	25,3
Luar Jakarta	115	74,7
Lama Menjadi Investor		
<1 tahun	96	62,3
1-5 tahun	50	32,5
6-10 tahun	3	1,9
>10 tahun	5	3,2

Sumber: Data Diolah, 2024

4. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Responden di dalam penelitian ini sebagian besar adalah perempuan (52,6%) dan paling banyak berusia dibawah 20 tahun (50%). Hal tersebut menunjukkan bahwa pada kondisi saat ini sudah banyak investor khususnya yang mulai berinvestasi saham yang berasal dari kalangan muda yakni generasi Z. Latar belakang pendidikan responden di dalam penelitian ini mayoritas memiliki pendidikan akhir Strata 1 (67,5%) dan berstatus mahasiswa (66,9%). Sebesar 74,7% dari responden berdomisili di wilayah luar Jakarta dan memiliki pengalaman berinvestasi kurang dari satu tahun (62,3%) (Tabel 2).

Tabel 3
Analisis Deskriptif Variabel

No.	Konstruk	Skor Rata-Rata	Keterangan
1	Heuristic Bias	3,73	Perilaku heuristic investor tinggi
2	Herding Bias	3,14	Perilaku herding investor sedang
3	Keputusan Investasi	3,81	Keputusan investasi investor baik
4	Kinerja Investasi	3,43	Kinerja investasi investor memadai

Sumber: Data Diolah, 2024

Berdasarkan hasil pengolahan kuesioner 154 responden, diperoleh hasil bahwa nilai rata-rata *heuristic bias* sebesar 3,73 yang menunjukkan bahwa responden cukup sering menggunakan aturan praktis atau pengalaman pribadi dalam keputusan investasi. Hal ini menandakan bahwa aspek *heuristic bias* memainkan peran penting dalam proses pengambilan keputusan investasi. Responden cenderung mengandalkan intuisi serta pola pikir sederhana pada saat mengambil keputusan investasi. Pada aspek *herding bias* diperoleh nilai rata-rata sebesar 3,14 yang menunjukkan bahwa aspek ini tidak menjadi dasar utama responden dalam mengambil keputusan investasi. Nilai rata-rata keputusan investasi sebesar 3,81 dan ini mencerminkan kepuasan yang cukup tinggi dari responden terhadap keputusan investasi. Responden menunjukkan keyakinan bahwa dirinya telah membuat keputusan yang tepat dalam menentukan investasinya. Kinerja investasi memiliki nilai rata-rata sebesar 3,43 yang menunjukkan bahwa responden merasa hasil investasinya memuaskan. Responden umumnya puas dengan hasil yang telah dicapai tetapi juga menyadari bahwa terdapat ruang untuk mendapatkan hasil yang lebih baik di masa depan.

Uji *Measurement Model*

Pengujian *measurement model* bertujuan untuk melihat reliabilitas dan validitas dari masing-masing indikator pengukur variabel dalam model penelitian ini. Pengujian *measurement model* meliputi pengujian validitas konvergen dan diskriminan, serta pengujian konsistensi reliabilitas internal.

Hasil pengujian validitas konvergen dapat dilihat dari nilai *factor loading* yang dihasilkan. Reliabilitas dari indikator dapat diterima ketika menunjukkan nilai *factor loading* diatas 0,6. Pada hasil dalam Tabel 4, seluruh nilai *factor loading* dari setiap indikator telah memenuhi kriteria yang ada, maka dapat disimpulkan bahwa seluruh item indikator reliabel. Sarstedt dkk. (2020) memaparkan bahwa pengujian konsistensi internal dapat dilihat dari hasil nilai *composite reliability, cronbach's alpha,* dan nilai AVE (*average varians extracted*) dari setiap variabel. Sarstedt dkk. (2020) nilai dari *composite reliability* dan *cronbach's alpha* memiliki kriteria diatas 0,7 sedangkan AVE diatas 0,5. Jika ditinjau dari hasil yang diperoleh dari nilai AVE, *composite reliability*, dan *cronbach's alpha* seluruhnya sudah memenuhi kriteria yang distandarkan. Disimpulkan bahwa seluruh variabel dalam penelitian ini memiliki validitas konvergen yang memadai.

Tabel 4
Validitas Konvergen & Konsistensi Reliabilitas Internal

Variabel	Indikator	Validitas Konvergen	Konsistensi Reliabilitas Internal		
		Factor Loadings	AVE	*Cronbach's Alpha*	*Composite Reliability*
Heuristic Bias	HEU2	0,709	0,566	0,749	0,839
	HEU4	0,784			
	HEU5	0,770			
	HEU6	0,744			
Herding Bias	HERD1	0,865	0,734	0,878	0,917
	HERD2	0,836			
	HERD3	0,927			
	HERD4	0,793			
Keputusan Investasi	ID1	0,783	0,645	0,908	0,927
	ID2	0,813			
	ID3	0,798			
	ID4	0,827			
	ID5	0,878			
	ID6	0,725			
	ID7	0,789			
Kinerja Investasi	IP1	0,888	0,775	0,855	0,912
	IP2	0,921			
	IP3	0,830			

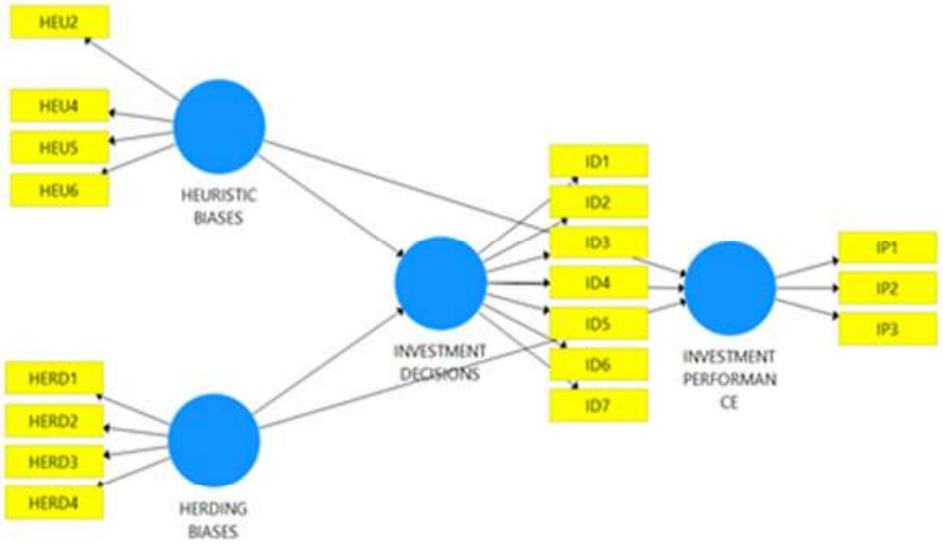
Sumber: Data Diolah, 2024

Tabel 5
Validitas Diskriminan

	Herding Biases	*Heuristic bias*	Keputusan Investasi	Kinerja Investasi
Herding Bias	0,857			
Heuristic Bias	0,366	0,752		
Keputusan Investasi	0,281	0,590	0,803	
Kinerja Investasi	0,289	0,467	0,502	0,881

Sumber: Data Diolah, 2024

Pengujian validitas diskriminan tercermin dari nilai akar kuadrat AVE setiap variabel yang harus melebihi nilai korelasinya dengan variabel lainnya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa seluruh nilai akar kuadrat AVE (nilai diagonal) melebihi nilai korelasi dengan variabel lainnya (nilai non-diagonal). Hal tersebut menjelaskan bahwa validitas diskriminan seluruh variabel sudah memadai.



Gambar 2
Model Penelitian

Sumber: Data Diolah, 2024

Pengujian *Structural Model*

Berdasar pada hasil Tabel 6, dapat dilihat bahwa pada hipotesis pertama terbukti keputusan investasi signifikan berpengaruh positif terhadap kinerja investasi. Kualitas keputusan investasi memiliki dampak signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi, risiko, dan nilai total investasi. Melalui pemilihan instrumen investasi dengan bijak, menentukan alokasi aset yang tepat, serta menerapkan strategi manajemen portofolio yang tepat dapat menghasilkan imbal hasil yang menguntungkan bagi investor. Kinerja investasi yang baik dapat tercapai ketika investor memiliki kemampuan di dalam menganalisis informasi dalam rangka menentukan instrument saham yang akan dipilih. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Gavrilakis & Floros (2022) yang menemukan bahwa pengambilan keputusan investasi yang cermat yang didukung oleh analisis serta pemahaman mendalam tentang pasar keuangan akan menghasilkan kinerja investasi yang optimal. Hail ini sama dengan penelitian Vuković & Pivac (2023) yang mengemukakan bahwa investor yang mengambil keputusan yang lebih menguntungkan dalam jangka panjang memiliki tingkat kepuasan yang lebih tinggi terhadap kinerja investasinya.

Hipotesis kedua membuktikan bahwa *heuristic bias* signifikan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. *Bias* ini merujuk kepada proses individu menyimpulkan dan memilih keputusan investasinya berdasar kepada informasi yang tersedia. Kondisi tersebut terjadi ketika investor tidak memiliki waktu dan pengetahuan yang memadai di dalam menilai suatu instrumen investasi. Menurut Ahmad & Shah (2022) *bias* ini seringkali dianggap sebagai jalan pintas bagi seorang investor guna menghadapi situasi yang kompleks dan tidak pasti untuk membuat keputusan menjadi sederhana dan efisien. Aspek *heuristic bias* dapat memiliki dampak positif terhadap keputusan investasi dikarenakan aspek ini memungkinkan investor untuk dapat membuat keputusan dengan cepat dan efisien di dalam lingkungan pasar yang kompleks.

Tabel 6
Uji Hipotesis

	Hipotesis	Koefisien	P-Values	Kesimpulan
Direct Effect				
H1	Keputusan Investasi → Kinerja Investasi	0,336***	0,000	Terbukti
H2	*Heuristic bias* → Keputusan Investasi	0,562***	0,000	Terbukti
H3	*Heuristic bias* → Kinerja Investasi	0,228***	0,004	Terbukti
H5	*Herding Biases* → Keputusan Investasi	0,075	0,433	Tidak Terbukti
H6	*Herding Biases* → Kinerja Investasi	0,112	0,071	Tidak Terbukti
Indirect Effect				
H4	*Heuristic bias* → Keputusan Investasi → Kinerja Investasi	0,189***	0,001	Terbukti
H7	*Herding Biases* → Keputusan Investasi → Kinerja Investasi	0,025	0,430	Tidak Terbukti

Keterangan:
**** Signifikan pada tingkat keyakinan 1%*
Sumber: Data Diolah (2024)

Beberapa aspek dalam bias ini (*representativeness/availability*) dapat membantu investor dalam mengidentifikasi pola maupun informasi yang relevan dengan cepat tanpa perlu melakukan analisis yang mendalam, serta dapat memberikan efisiensi waktu dalam pengambilan keputusan investasi, terutama dalam menghadapi situasi ketika informasi yang diperoleh terbatas. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh yang menemukan bahwa *heuristic bias* berdampak kepada proses keputusan investasi investor. Gavrilakis & Floros (2022) menemukan hal serupa bahwa investor yang memiliki sikap *heuristic bias* mempunyai dampak signifikan terhadap konstruksi portofolio dan tingkat kepuasan kinerja investor. Zat & Khan (2017) dalam hasil penelitiannya menemukan bahwa aspek *availability bias* mempunyai dampak signifikan terhadap keputusan investasi investor individu. Hasil penelitian serupa juga menemukan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *availability* dan *representativeness bias* terhadap keputusan investasi (Fachrudin dkk., 2017).

Hasil pengujian hipotesis ketiga membuktikan bahwa aspek *heuristic bias* signifikan berpengaruh positif terhadap kinerja investasi. Hipotesis keempat membuktikan bahwa keputusan investasi memediasi pengaruh antara *heuristic bias* terhdap kinerja investasi. Al ii erat kaitannya dengan hasil hipotesis kedua. Ketika aspek *heuristic bias* dapat membantu investor dalam menghadapi situasi yang kompleks dan tidak pasti untuk membuat keputusan investasi menjadi lebih efisien, ini berdampak menghasilkan kinerja investasi yang sesuai dengan ekspektasi dan harapan investor.

Pada sisi lainnya, pengujian hipotesis kelima membuktikan bahwa *herding bias* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Hasil ini tidak sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya Gavrilakis & Floros (2022) dan Rahman & Gan (2020) yang menyatakan bahwa *herding bias* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Aspek *herding* merujuk kepada perilaku investor yang cenderung mengikuti keputusan investasi investor lainnya. Merujuk kepada demografi responden di dalam penelitian ini menunjukkan bahwa sebagian besar responden merupakan generasi Z dan milenial, dimana generasi ini cenderung terbuka terhadap akses informasi yang beragam dan umumnya sudah dibekali dengan literasi keuangan yang memadai.

Investor yang tergolong ke dalam generasi ini cenderung meng-andalkan data serta riset yang dilakukan secara independen daripada mengikuti tren investor lainnya secara umum. Oleh karena itu, *herding bias* menjadi kurang berdampak terhadap keputusan investasi investor yang tergolong di dalam generasi ini karena individu cenderung lebih fokus pada analisis mandiri dan pemahaman mendalam terhadap pasar. Kondisi ini juga konsisten dengan hasil pengujian hipotesis keenam dimana *herding bias* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, serta hasil pengujian hipotesis ketujuh yang membuktikan bahwa keputusan investasi tidak terbukti memediasi pengaruh antara *herding bias* terhadap kinerja investasi investor. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Galariotis dkk. (2016) dan (Rompotis, 2018) yang mengemukakan bahwa *herding bias* tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap kinerja investasi.

5. SIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa *heuristic bias* terbukti signifikan berpengaruh positif terhadap keputusan dan kinerja investasi investor. Pada sisi lainnya, *herding bias* tidak terbukti berpengaruh terhadap keputusan dan kinerja investasi investor. Hasil lainnya adalah keputusan investasi terbukti memediasi pengaruh antara *heuristic bias* terhadap kinerja investasi investor. Namun,ini tidak mampu memediasi pengaruh *herding bias* terhadap kinerja investasi investor.

Berdasarkan simpulan di atas, implikasi bagi investor perlunya menyadari faktor peran *heuristic bias* untuk membuat keputusan lebih rasional yang pada akhirnya dapat meingkatkan kinerja investasi investor. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan tersebut antara lain pada jumlah responden yang belum mewakili seluruh wilayah Indonesia dan hanya berfokus pada Generasi Z serta milenial, yang hanya menyoroti kajian pada dua bias perilaku (*heuristic bias* dan *herding bias*). Saran untuk penelitian selanjutnya adalah memperluas jumlah responden, mempelajari bias perilaku lain, serta mengeksplorasi perbedaan generasi dalam dampak bias terhadap keputusan investasi.

REFERENSI

Adielyani, D., & Mawardi, W. (2020). The Influence of Overconfidence, Herding Behavior, and Risk Tolerance on Stock Investment Decisions: The Empirical Study of Millennial Investors in Semarang City. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, dan Entrepreneurship*, *10*(1), 89. https://doi.org/10.30588/jmp.v10i1.691.

Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2022). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decision-making and performance: mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, *38*(1), 60–90. https://doi.org/10.1108/jeas-07-2020-0116.

Alwathainani, A. M. (2012). Consistent Winners and Losers. *International Review of Economics and Finance*, *21*(1), 210–220. https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.05.009.

Wulandari, D. A., & Iramani, Rr. (2014). Studi Experienced Regret, Risk Tolerance, Overconfidance dan Risk Perception pada Pengambilan Keputusan Investasi. *Journal of Business and Banking*, *4*(1), 55-66. https://doi.org/10.14414/jbb.v4i1.293.

Ben Ameur, 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.

Bouteska, A., & Regaieg, B. (2020). Loss aversion, overconfidence of investors and their impact on market performance evidence from the US stock markets. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, *25*(50), 451–478. https://doi.org/10.1108/JEFAS-07-2017-0081.

Lim, R. L., Yulfis, Alvin, Nopry, & Ilianto Tri Sagianto. (2023). Perilaku keputusan investasi investor pasar saham Indonesia. *Fair Value: Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan, 5*(9), 3518–3526.

Chandra, A., & Kumar, R. (2012). Chandra, Abhijeet and Chandra, Abhijeet and Kumar, Ravinder, Factors Influencing Indian Individual Investor Behaviour: Survey Evidence (October 17, 2011). *Decision*, *39*(3), 141–167.

Chang, E. C., Lin, T. C., Luo, Y., & Ren, J. (2019). Ex-day returns of stock distributions: An anchoring explanation. *Management Science*, *65*(3), 1076–1095. https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2843.

Chang, H. H. (2014). An Investigation of Psychological Factors Inluencing Investment Decision Making. *The Indonesian Capital Market Review*, *2*(2), 73-86. https://doi.org/10.21002/icmr.v2i2.3660.

Fachrudin, K. R., Lumbanraja, P., Sadalia, I., & Lubis, A. N. (2017). Analysis of heuristic behavior on investment decision. *International Journal of Economic Research*, *14*(20), 297–309.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical. *The Journal of Finance*, *25*(2), 383–417.

Galariotis, E. C., Krokida, S. I., & Spyrou, S. I. (2016). Bond market investor herding: Evidence from the European financial crisis. *International Review of Financial Analysis*, *48*, 367–375. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.01.001.

Gavrilakis, N., & Floros, C. (2022). The impact of heuristic and herding biases on portfolio construction and performance: the case of Greece. *Review of Behavioral Finance*, *14*(3), 436–462. https://doi.org/10.1108/RBF-11-2020-0295.

Goyal, P., Gupta, P., & Yadav, V. (2023). Antecedents to heuristics: decoding the role of herding and prospect theory for Indian millennial investors. *Review of Behavioral Finance*, *15*(1), 79–102. https://doi.org/10.1108/RBF-04-2021-0073.

Im, M., & Oh, J. E. (2016). Effect of emotion regulation as a de-biasing mechanism on overconfidence in investment behavior. *Journal of Financial Services Marketing*, *21*(3), 209–225. https://doi.org/10.1057/s41264-016-0003-4.

Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (2020). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*, *12*(3), 297–314. https://doi.org/10.1108/RBF-03-2019-0044.

Jain, J., Walia, N., Singla, H., Singh, S., Sood, K., & Grima, S. (2023). Heuristic Biases as Mental Shortcuts to Investment Decision-Making: A Mediation Analysis of Risk Perception. *Risks*, *11*(4), 1-22. https://doi.org/10.3390/risks11040072

Jan, N., Jain, V., Li, Z., Sattar, J., & Tongkachok, K. (2022). Post-COVID-19 investor psychology and individual investment decision: A moderating role of information availability. *Frontiers in Psychology*, *13*. https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.846088.

Kaestner, M. (2006). Anomalous Price Behavior Following Earnings Surprises: Does Representativeness Cause Overreaction? *Finance*, *Vol. 27*(2), 5–31. https://doi.org/10.3917/fina.272.0005.

Kasoga, P. S. (2021). Heuristic biases and investment decisions: multiple mediation mechanisms of risk tolerance and financial literacy—a survey at the Tanzania stock market. *Journal of Money and Business*, *1*(2), 102–116. https://doi.org/10.1108/JMB-10-2021-0037.

Kengatharan, L., & Kengatharan, N. (2014). The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *6*(1), 1-23. https://doi.org/10.5296/ajfa.v6i1.4893.

Khan, I., Afeef, M., Jan, S., & Ihsan, A. (2020). The impact of heuristic biases on investors' investment decision in Pakistan stock market: moderating role of long term orientation. *Qualitative Research in Financial Markets*, *13*(2), 252–274. https://doi.org/10.1108/QRFM-03-2020-0028.

Kiymaz, H., Öztürkkal, B., & Akkemik, K. A. (2016). Behavioral biases of finance professionals: Turkish evidence. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *12*, 101–111. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2016.10.001.

Kumaran, S. (2013). Impact of Personal Epistemology, Heuristics and Personal Attributes on Investment Decisions. *International Journal of Financial Research*, *4*(3), 62–69. https://doi.org/10.5430/ijfr.v4n3p62.

Kumar, S., & Goyal, N. (2015). Behavioural biases in investment decision making – a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, *7*(1), 88–108. https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0022.

Lee, A. Y., Liu, Y., Roll, R., Subrahmanyam, A., Lee, Y., Liu, Y., & Roll, R. (2016). Order Imbalances and Market Efficiency: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 39*(2), 327–341.

Ming-ming, L. A. I., Siow-hooi, T. A. N., & Lee-lee, C. (2016). The Novice Versus the Experienced Investors : Insights Into the Work of the Investment Behavior. *WSEAS TRANSACTIONS ON BUSINESS AND ECONOMICS, 13*, 207–215.

Putra, I. P. S., Ananingtiyas, H., Sari, D. R., Dewi, A. S., & Silvy, M. (2016). Pengaruh tingkat literasi keuangan, experienced regret, dan risk tolerance pada pemilihan jenis investasi. *Journal of Business & Banking*, *5*(2), 271–282. https://doi.org/10.14414/jbb.v5i2.707.

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*(2), 81–90. https://doi.org/10.5267/j.ac.2018.7.001.

Rahman, M., & Gan, S. S. (2020). Generation Y investment decision: an analysis using behavioural factors. *Managerial Finance*, *46*(8), 1023–1041. https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0534.

Raut, R. K., Das, N., & Mishra, R. (2020). Behaviour of Individual Investors in Stock Market Trading: Evidence from India. *Global Business Review*, *21*(3), 818–833. https://doi.org/10.1177/0972150918778915.

Rompotis, G. G. (2018). Herding Behavior among Exchange-Traded Funds. *Journal of Behavioral Finance*, *19*(4), 483–497. https://doi.org/10.1080/15427560.2018.1431886.

Rozak, A., & Amalia, T. F. (2023). Study of heuristic bias and herding financial behavior model on sharia-based investment decisions for millennial generation. *Enrichment : Journal of Management*, *13*(1), 504–513. https://doi.org/10.35335/enrichment.v13i1.1257.

Sanchez, C., & Dunning, D. (2023). Are experts overconfident?: An interdisciplinary review. *Research in Organizational Behavior*, *43*(2). https://doi.org/10.1016/j.riob.2023.100195.

Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Hair, J. F. (2020). Handbook of Market Research. In *Handbook of Market Research* (Issue July). https://doi.org/10.1007/978-3-319-05542-8.

Sudirman, W. F. R., Winario, M., Priyatno, A. M., & Assyifa, Z. (2023). Risk Tolerance: Heuristic Bias Towards Investment Decision Making. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, *16*(2), 266–279. https://doi.org/10.20473/jmtt.v16i2.47471.

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), 35-50. https://doi.org/10.14414/jbb.v12i1.2989.

Tversky, Amos., & Kahneman, Daniel. (1970). The inference of intentions from moves in the Prisoner's Dilemma game. *Journal of Experimental Social Psychology*, *6*(4), 401–419. https://doi.org/10.1016/0022-1031(70)90052-1.

Ullah Malik, K., Shaukat Malik, M., Irfan, M., & Mehdi, H. (2022). The Role of Heuristic Factors in Investment Performance: Exploring the Market Anomalies in a Volatile Environment. *Apuntes Del Cenes*, *41*(73), 61–82. https://doi.org/10.19053/01203053.v41.n73.2022.13025.

Vitmiasih, V., Maharani, S. N., & Narullia, D. (2021). Pengambilan Keputusan Investasi Rasional: Suatu Tinjauan dari Dampak Perilaku Representativeness Bias dan Hearding Effect. *Jati: Jurnal Akuntansi Terapan Indonesia*, *4*(1), 1–13. https://doi.org/10.18196/jati.v4i1.9255.

Vuković, M., & Pivac, S. (2023). The impact of behavioral factors on investment decisions and investment performance in Croatian stock market. *Managerial Finance*. https://doi.org/10.1108/MF-01-2023-0068.

Xia, Y., & Madni, G. R. (2024). Unleashing the behavioral factors affecting the decision making of Chinese investors in stock markets. *PLOS ONE*, *19*(2). https://doi.org/10.1371/journal.pone.0298797.

Zat, M., & Khan, U. (2017). Impact of Availability Bias and Loss Aversion Bias on Investment Decision Making, Moderating Role of Risk Perception. *IMPACT: Journal of Modern Developments in General Management & Administration, 1*(1), 17–28.

***Koresponden Penulis:**
Penulis dapat dikontak pada e-mail: roseline.anwar@ukrida.ac.id