Competence
Journal of Management Studies

ISSN (Online): 2541-2655
ISSN (Print): 1907-4824
Volume 20 Nomor 2,Oktober 2026

Peran Literasi Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh *Herding Bias*, *Overconfidence*, dan *Loss Aversion* terhadap Keputusan Investasi Saham Generasi Z di Surabaya

✉ Arzelia Fairuz Nanda Irawan[1], Trias Madanika Kusumaningrum[2]
Universita Negeri Surabaya

DOI:

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *herding bias*, *overconfidence*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya, dengan literasi keuangan sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan melibatkan 220 responden Generasi Z di Surabaya. Data dikumpulkan melalui penyebaran kuesioner dengan teknik *purposive sampling* dan *snowball sampling*. Analisis data dilakukan menggunakan metode *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan bantuan perangkat lunak AMOS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *herding bias*, *overconfidence*, dan *loss aversion* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi saham. Selain itu, literasi keuangan terbukti memoderasi pengaruh ketiga bias perilaku tersebut terhadap keputusan investasi saham. Temuan ini menunjukkan bahwa literasi keuangan berperan dalam hubungan antara bias perilaku dan keputusan investasi saham pada Generasi Z di Surabaya.

Kata Kunci: Herding Bias, Overconfidence, Loss Aversion, Literasi Keuangan, Keputusan Investasi Saham

ABSTRACT

This study aims to analyze the effects of herding bias, overconfidence, and loss aversion on stock investment decisions among Generation Z in Surabaya, with financial literacy as a moderating variable. This quantitative study involved 220 Generation Z respondents in Surabaya. Data were collected through questionnaires using purposive sampling and snowball sampling techniques. The data were analyzed using Structural Equation Modeling (SEM) with AMOS software. The results indicate that herding bias, overconfidence, and loss aversion have positive and significant effects on stock investment decisions. Furthermore, financial literacy significantly moderates the relationships between these three behavioral biases and stock investment decisions. These findings highlight the role of financial literacy in the relationship between behavioral biases and stock investment decisions among Generation Z in Surabaya.

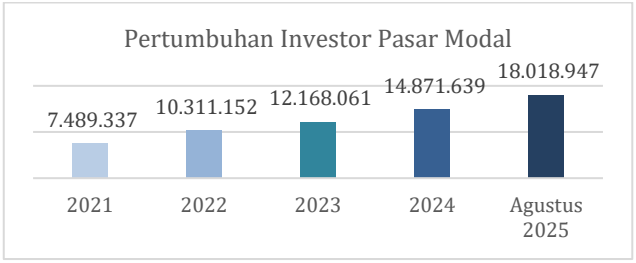
Keywords: Herding Bias, Overconfidence, Loss Aversion, Financial Literacy, Stock Investment Decisions.

This article is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

✉**Corresponding Author**
Email : arzelia.22205@mhs.unesa.ac.id
Addres : Jl. Lidah Wetan, Surabaya (60213)

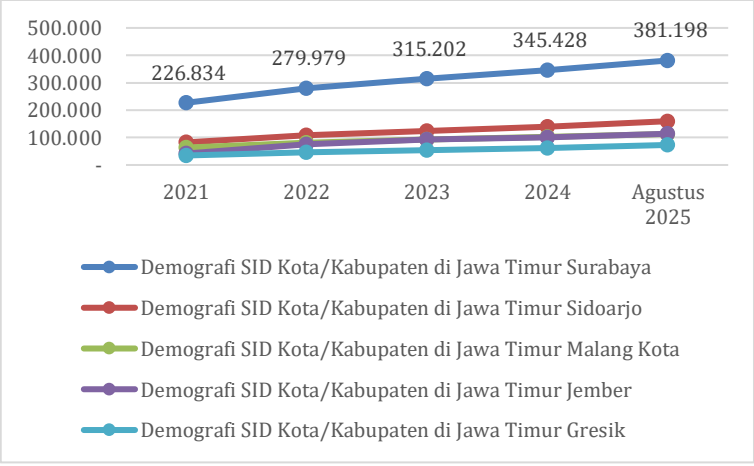
PENDAHULUAN

Perkembangan sistem keuangan global telah mendorong peningkatan minat masyarakat terhadap investasi sebagai sarana mengoptimalkan aset keuangan. Sejalan dengan tren tersebut, pasar modal Indonesia juga mengalami pertumbuhan yang signifikan. Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI, 2025) menunjukkan bahwa jumlah *Single Investor Identification* (SID) meningkat dari 7,4 juta investor pada tahun 2021 menjadi lebih dari 18 juta investor pada Agustus 2025. Pertumbuhan tersebut didominasi oleh investor berusia ≤30 tahun atau Generasi Z yang mencapai 54,12% dari total investor individu. Dominasi tersebut menunjukkan bahwa Generasi Z memiliki peran yang semakin penting dalam perkembangan pasar modal Indonesia. Sebagai kelompok investor terbesar, karakteristik perilaku Generasi Z dalam mengambil keputusan investasi menjadi isu yang penting untuk dikaji.



Gambar 1. Jumlah Investor Pasar Modal di Indonesia

Fenomena tersebut juga terjadi di Jawa Timur yang merupakan salah satu provinsi dengan jumlah investor terbesar di Indonesia. Berdasarkan Statistik Bulanan OJK (2025), jumlah SID di Jawa Timur meningkat dari 996.574 investor pada tahun 2021 menjadi 2.055.568 investor pada Agustus 2025. Di antara seluruh kabupaten/kota di Jawa Timur, Surabaya memiliki jumlah SID tertinggi yaitu 381.198 investor. Selain memiliki jumlah investor terbesar di Jawa Timur, Surabaya juga didukung oleh tingginya populasi usia produktif sehingga menjadi wilayah yang representatif untuk mengkaji perilaku investasi Generasi Z.



Gambar 2. Jumlah SID Kota Surabaya

Meskipun jumlah investor terus meningkat, kondisi tersebut tidak menjamin bahwa keputusan investasi yang diambil telah bersifat rasional. Aryasatya *et al.* (2024) menunjukkan bahwa tingginya minat investasi Generasi Z di Surabaya belum diimbangi dengan pemahaman pasar modal yang memadai. Penelitian Tang & Asandimitra (2023) juga menemukan bahwa investor Generasi Z masih memiliki tingkat literasi keuangan pada

kategori sedang dan cenderung mengikuti keputusan investor lain yang dianggap lebih berpengalaman. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keputusan investasi Generasi Z masih berpotensi dipengaruhi oleh berbagai faktor psikologis maupun sosial.

Penelitian ini memfokuskan pada instrumen saham karena keputusan pembelian maupun penjualan saham sepenuhnya ditentukan oleh investor individu. Karakteristik tersebut menyebabkan keputusan investasi saham lebih rentan dipengaruhi oleh berbagai bias perilaku dibandingkan instrumen investasi yang dikelola secara kolektif (Pompian, 2012). Dalam perspektif *behavioral finance*, keputusan investasi tidak selalu didasarkan pada pertimbangan rasional, tetapi juga dipengaruhi oleh berbagai bias perilaku yang dapat menurunkan kualitas keputusan investasi. Fenomena tersebut sejalan dengan *Prospect Theory* yang dikemukakan oleh Kahneman & Tversky (1979), yang menjelaskan bahwa individu cenderung mengambil keputusan berdasarkan persepsi terhadap keuntungan dan kerugian dibandingkan pertimbangan rasional semata**.** Oleh karena itu, penelitian ini memfokuskan pada tiga bias perilaku yang banyak dibahas dalam literatur *behavioral finance*, yaitu *herding bias*, *overconfidence*, dan *loss aversion*.

Berbagai penelitian menunjukkan bahwa ketiga bias perilaku tersebut memengaruhi keputusan investasi, namun hasilnya masih belum konsisten. Penelitian Tang & Asandimitra (2023) pada Generasi Z di Surabaya serta Gupta & Shrivastava (2022) menemukan bahwa *herding bias* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi, sedangkan Nguyen *et al*. (2023) dan Ranaweera & Kawshala (2022) menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Pada variabel *overconfidence*, Mahmood *et al.* (2024) menemukan bahwa *overconfidence* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, sedangkan Mahardhika & Asandimitra (2023) memperoleh hasil yang berbeda. Inkonsistensi serupa juga ditemukan pada variabel *loss aversion*, di mana Saleem *et al.* (2023) menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap keputusan investasi, sedangkan Tang & Asandimitra (2023) serta Aini & Lutfi (2019) menyatakan bahwa pengaruh tersebut tidak signifikan. Perbedaan temuan tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara bias perilaku dan keputusan investasi masih memerlukan pengujian lebih lanjut.

Di sisi lain, peningkatan jumlah investor belum sepenuhnya diikuti oleh peningkatan tingkat literasi keuangan. Berdasarkan Survei Nasional Literasi dan Inklusi Keuangan (SNLIK) tahun 2024, indeks literasi keuangan Indonesia baru mencapai 65,43%, lebih rendah dibandingkan tingkat inklusi keuangan (OJK, 2024). Kondisi tersebut menunjukkan bahwa akses masyarakat terhadap produk dan layanan keuangan belum sepenuhnya diimbangi dengan kemampuan memahami serta mengelola keuangan secara tepat (OJK, 2024). Akibatnya, investor berpotensi lebih rentan terhadap pengaruh bias perilaku ketika mengambil keputusan investasi (Hussain *et al.,* 2023; Mahmood *et al.*, 2024).

Fenomena tersebut tercermin dari masih maraknya kerugian yang dialami investor, tidak hanya pada investasi ilegal tetapi juga pada pasar modal resmi. Dalam *Financial Forum* 2025, Menteri Keuangan Purbaya Yudhi Sadewa menyoroti maraknya praktik *saham gorengan* yang merugikan investor ritel serta menekankan pentingnya langkah preventif agar investor tidak mudah terpengaruh oleh tren pasar yang manipulatif (CNBC Indonesia, 2025). Kondisi tersebut menunjukkan bahwa regulasi eksternal saja belum cukup untuk melindungi investor, tetapi juga diperlukan kesiapan internal melalui literasi keuangan agar investor mampu mengambil keputusan investasi secara lebih rasional. Kondisi tersebut menjadi perhatian penting mengingat tingginya inklusi keuangan yang belum diikuti oleh kemampuan dan pemahaman keuangan yang memadai berpotensi meningkatkan risiko keputusan investasi yang dipengaruhi oleh bias perilaku, terutama pada Generasi Z sebagai kelompok investor terbesar (Sugianto *et al.*, 2024). Dampaknya tidak hanya dirasakan pada

tingkat individu berupa menurunnya kinerja portofolio dan keamanan finansial di masa depan (Adil *et al.,* 2022; Mahmood *et al.,* 2024), tetapi juga pada tingkat pasar melalui meningkatnya volatilitas dan men.urunnya efisiensi pasar modal (Koma & Jatiningsih, 2024; Putri & Yulianti, 2025)

Oleh karena itu, penelitian ini menempatkan literasi keuangan sebagai variabel moderasi. Literasi keuangan merupakan pengetahuan, keterampilan, dan keyakinan yang memengaruhi sikap serta perilaku individu dalam mengambil keputusan keuangan (OJK, 2024). Dalam konteks investasi, literasi keuangan mencerminkan kemampuan investor memahami konsep investasi, mengevaluasi risiko, serta mengambil keputusan secara lebih rasional (Hussain *et al.,* 2023). Investor dengan tingkat literasi keuangan yang baik cenderung mampu mengevaluasi informasi dan risiko investasi secara lebih objektif sehingga dapat mengurangi pengaruh bias perilaku dalam pengambilan keputusan (Adil *et al.,* 2022; Hussain *et al.,* 2023; Mahmood *et al.,* 2024). Berdasarkan uraian tersebut, literasi keuangan diduga tidak hanya memengaruhi keputusan investasi secara langsung, tetapi juga berpotensi memoderasi hubungan antara bias perilaku dan keputusan investasi saham.

Meskipun demikian, hasil penelitian mengenai peran literasi keuangan sebagai variabel moderasi masih menunjukkan inkonsistensi. Patiu *et al.* (2025), Koma & Jatiningsih (2024), serta Saleem *et al.* (2023) menemukan bahwa literasi keuangan mampu mengurangi pengaruh *herding bias*, *overconfidence*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi. Sebaliknya, Hussain *et al.* (2023), Ranaweera & Kawshala (2022), serta Mandiri & Sriwidharmanely (2025) menunjukkan bahwa literasi keuangan justru memperkuat pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi. Inkonsistensi tersebut menunjukkan bahwa peran literasi keuangan sebagai variabel moderasi masih memerlukan pembuktian empiris, khususnya pada konteks investor Generasi Z di Surabaya.

Berdasarkan fenomena meningkatnya jumlah investor Generasi Z, masih adanya kesenjangan tingkat literasi keuangan, serta inkonsistensi hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *herding bias*, *overconfidence*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham pada Generasi Z di Surabaya serta menguji peran literasi keuangan dalam memoderasi hubungan tersebut. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terhadap pengembangan kajian *behavioral finance*, khususnya terkait peran literasi keuangan dalam memoderasi pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi, serta memberikan implikasi praktis bagi investor, regulator, dan lembaga pendidikan dalam mendorong pengambilan keputusan investasi yang lebih rasional.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Heuristik *(Heuristic Theory)*

Teori Heuristik yang diperkenalkan oleh Tversky & Kahneman (1974) menjelaskan bahwa individu cenderung menggunakan *mental shortcuts* dalam mengambil keputusan ketika menghadapi situasi yang kompleks dan penuh ketidakpastian. Pendekatan ini membantu menyederhanakan proses pengolahan informasi, namun pada saat yang sama berpotensi menimbulkan bias dalam pengambilan keputusan (Kartini & Nahda, 2021). Dalam investasi, investor sering kali memilih mengikuti tindakan mayoritas dibandingkan melakukan analisis secara mandiri karena menganggap keputusan kelompok didasarkan pada informasi yang lebih baik (Waweru *et al.,* 2008). Oleh karena itu, Teori Heuristik menjadi landasan dalam menjelaskan munculnya *herding bias*,.

Teori Atribusi Diri *(Self Attribution Theory)*

Teori Atribusi Diri yang dikemukakan oleh Heider (1958) menjelaskan bahwa individu cenderung mengaitkan keberhasilan dengan kemampuan diri sendiri, sedangkan kegagalan lebih sering dikaitkan dengan faktor eksternal di luar kendalinya. Dalam investasi, pola atribusi tersebut dapat membentuk keyakinan berlebihan terhadap kemampuan maupun pengetahuan yang dimiliki sehingga investor merasa lebih mampu memprediksi pergerakan pasar dibandingkan kondisi yang sebenarnya (Mandiri & Sriwidharmanely, 2025; Shefrin, 2010). Akibatnya, investor menjadi lebih percaya diri dalam mengambil keputusan investasi serta cenderung mengabaikan risiko yang ada (Pompian, 2012). Oleh karena itu, Teori Atribusi Diri menjadi dasar dalam menjelaskan terbentuknya *overconfidence* pada investor.

Teori Prospek *(Prospect Theory)*

Prospect Theory yang dikembangkan oleh Kahneman & Tversky (1979) menjelaskan bahwa keputusan individu dalam kondisi ketidakpastian lebih dipengaruhi oleh persepsi terhadap keuntungan dan kerugian dibandingkan pertimbangan rasional sebagaimana diasumsikan dalam *Expected Utility Theory*. Teori ini menyatakan bahwa kerugian dirasakan lebih besar dibandingkan keuntungan dengan nilai yang sama sehingga individu cenderung lebih berupaya menghindari kerugian daripada memperoleh keuntungan (Kahneman & Tversky, 1979). Dalam investasi, kondisi tersebut mendorong investor mempertahankan aset yang mengalami kerugian dan lebih cepat merealisasikan keuntungan yang diperoleh (Pompian, 2012; Shefrin, 2010). Oleh karena itu, Prospect Theory menjadi landasan dalam menjelaskan munculnya *loss aversion* pada investor.

Herding Bias

Herding bias merupakan kecenderungan investor mengikuti keputusan atau tindakan investor lain dibandingkan menggunakan analisis maupun informasi yang dimiliki sendiri ketika menghadapi ketidakpastian (Waweru *et al.,* 2008). Perilaku tersebut muncul karena investor menganggap keputusan mayoritas lebih tepat dan mampu mengurangi risiko kesalahan dalam pengambilan keputusan investasi (Butt *et al.,* 2023). Akibatnya, investor berpotensi mengabaikan analisis fundamental sehingga keputusan investasi yang diambil menjadi kurang optimal (Pompian, 2012).

Overconfidence

Overconfidence merupakan bias kognitif yang ditandai oleh keyakinan berlebihan terhadap kemampuan, pengetahuan, dan ketepatan penilaian diri sendiri dalam mengambil keputusan investasi (Pompian, 2012). Investor yang mengalami overconfidence cenderung meyakini bahwa dirinya mampu memprediksi pergerakan pasar dengan lebih baik dibandingkan investor lain sehingga lebih berani mengambil risiko investasi (Mandiri & Sriwidharmanely, 2025). Kondisi tersebut dapat mendorong investor melakukan transaksi secara berlebihan dan mengabaikan informasi yang bertentangan dengan keyakinannya (Koma & Jatiningsih, 2024).

Loss Aversion

Loss aversion merupakan kecenderungan investor untuk lebih mengutamakan menghindari kerugian dibandingkan memperoleh keuntungan dengan nilai yang setara (Kahneman & Tversky, 1979). Bias ini menyebabkan dampak psikologis akibat kerugian dirasakan lebih besar dibandingkan manfaat dari keuntungan sehingga investor cenderung mempertahankan investasi yang mengalami kerugian dan lebih cepat menjual investasi yang

memberikan keuntungan (Pompian, 2012; Shefrin & Statman, 1986). Akibatnya, keputusan investasi yang diambil tidak selalu mencerminkan kondisi pasar yang sebenarnya.

Keputusan Investasi Saham

Keputusan investasi saham merupakan proses penentuan pilihan untuk membeli, menahan, atau menjual saham dengan mempertimbangkan tingkat keuntungan dan risiko yang diharapkan (Tandelilin, 2010). Dalam perspektif *behavioral finance*, keputusan investasi tidak hanya dipengaruhi oleh informasi fundamental, tetapi juga oleh berbagai faktor psikologis yang dapat menyebabkan investor bertindak kurang rasional (Pompian, 2012). Oleh karena itu, kualitas keputusan investasi saham dipengaruhi oleh kemampuan investor dalam mengevaluasi informasi secara objektif serta mengendalikan berbagai bias perilaku.

Literasi Keuangan

Literasi keuangan merupakan pengetahuan, keterampilan, dan keyakinan yang memengaruhi sikap serta perilaku individu dalam mengambil keputusan keuangan guna mencapai kesejahteraan (OJK, 2024). Dalam konteks investasi, literasi keuangan mencerminkan kemampuan investor memahami konsep investasi, mengevaluasi risiko, serta memanfaatkan informasi yang tersedia sebelum mengambil keputusan investasi *(Hussain et al.,* 2023). Investor dengan tingkat literasi keuangan yang tinggi cenderung lebih mampu memahami informasi keuangan, mengevaluasi risiko investasi, serta mengurangi pengaruh bias perilaku sehingga keputusan investasi yang diambil menjadi lebih rasional (Adil *et al*., 2022; Mahmood *et al.,* 2024).

Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian terdahulu, hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh *herding bias* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya.

H2: Terdapat pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya.

H3: Terdapat pengaruh *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya.

H4: Literasi keuangan memoderasi pengaruh *herding bias* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya.

H5: Literasi keuangan memoderasi pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya.

H6: Literasi keuangan memoderasi pengaruh *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian explanatory causal dengan pendekatan kuantitatif. Populasi penelitian adalah investor saham Generasi Z di Kota Surabaya. Sampel penelitian berjumlah 220 responden yang ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* yang didukung *snowball sampling*. Kriteria responden meliputi Generasi Z berusia 17–29 tahun, berdomisili di Surabaya, memiliki *Single Investor Identification* (SID), serta aktif melakukan transaksi saham dalam enam bulan terakhir. Data penelitian diperoleh melalui penyebaran kuesioner secara daring menggunakan Google Form. Variabel *herding bias*, *overconfidence*, *loss aversion*, dan keputusan investasi saham diukur menggunakan skala Likert lima poin, sedangkan variabel literasi keuangan diukur menggunakan dua pendekatan, yaitu skala Likert untuk analisis SEM dan skala Guttman untuk mengukur tingkat literasi keuangan

responden secara deskriptif. Analisis data dilakukan menggunakan Structural Equation Modeling (SEM) berbasis kovarian dengan bantuan IBM AMOS versi 22 melalui tahapan uji asumsi, Confirmatory Factor Analysis (CFA), uji validitas dan reliabilitas, uji Goodness of Fit, pengujian hipotesis, serta pengujian efek moderasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Validitas

Uji validitas digunakan untuk mengukur valid atau tidaknya item pernyataan dengan teori yang digunakan. Untuk menguji validitas, maka ukuran yang dipakai adalah *convergent validity* (Ghozali, 2017). Menurut Hair *et al*. (2019), nilai *loading factor* harus ≥ 0,50 agar menunjukan bahwa kuisioner valid. Dalam penelitian ini seluruh item pernyataan yang digunakan valid karena nilai *factor loading* di atas 0,50.

Tabel 1. Uji Validitas

Variabel	Item	*Loading Factor*	Keterangan
Herding Bias	HB1	0,655	Valid
	HB2	0,646	Valid
	HB3	0,621	Valid
	HB4	0,576	Valid
	HB5	0,635	Valid
	HB6	0,604	Valid
	HB7	0,545	Valid
	HB8	0,639	Valid
	HB9	0,543	Valid
	HB10	0,629	Valid
Overconfidence	OC1	0,505	Valid
	OC2	0,683	Valid
	OC3	0,600	Valid
	OC4	0,666	Valid
	OC5	0,672	Valid
	OC6	0,596	Valid
Loss Aversion	LA1	0,562	Valid
	LA2	0,577	Valid
	LA3	0,584	Valid
	LA4	0,617	Valid
	LA5	0,655	Valid
	LA6	0,649	Valid
	LA7	0,592	Valid
	LA8	0,581	Valid
	LA9	0,631	Valid
	LA10	0,625	Valid
Keputusan Investasi Saham	KI1	0,724	Valid
	KI2	0,736	Valid
	KI3	0,634	Valid
	KI4	0,727	Valid
	KI5	0,641	Valid
	KI6	0,623	Valid
Literasi	LK1	0,704	Valid

Variabel	Item	*Loading Factor*	Keterangan
Keuangan	LK2	0,716	Valid
	LK3	0,801	Valid
	LK4	0,758	Valid
	LK5	0,641	Valid
	LK6	0,726	Valid
	LK7	0,722	Valid
	LK8	0,658	Valid

Sumber: Output AMOS 22

Hasil Uji Reliabilitas

Uji reliabilitas digunakan untuk mengukur tingkat konsistensi jawaban responden terhadap item-item pernyataan dalam suatu variabel penelitian. Nilai reliabilitas yang baik menghasilkan CR ≥ 0,70. Hasil pengujian reliabilitas menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian memiliki nilai Construct Reliability (CR) lebih dari 0,70. Dengan demikian, seluruh konstruk penelitian dinyatakan reliabel dan konsisten dalam mengukur variabel penelitian.

Tabel 2. Uji Reliabilitas

Variabel	*Construct Reliability*	Keterangan
Herding Bias	0,86	Reliabel
Overconfidence	0,79	Reliabel
Loss Aversion	0,85	Reliabel
Keputusan Investasi Saham	0,84	Reliabel
Literasi Keuangan	0,89	Reliabel

Sumber: Output AMOS 22

Hasil Uji Outlier

Uji outlier dilakukan menggunakan *Mahalanobis Distance* yang harus lebih besar jika dibandingkan dengan nilai *chi-square*. Penelitian ini melibatkan 40 indikator dengan nilai *chi-square* sebesar 73,402. Hasil pengujian menggunakan AMOS 22 menunjukkan bahwa tidak terdapat data yang outlier dalam penelitian ini sehingga akan dilanjutkan pada uji selanjutnya.

Hasil Uji Normalitas

Normalitas data diuji melalui nilai skewness dan kurtosis. Data dinyatakan normal apabila nilai *critical ratio* (C.R.) berada pada rentang -2,58 ≤ c.r ≤ 2,58. Hasil pengujian menunjukkan nilai normalitas multivariat sebesar -0,385 sehingga telah memenuhi standar uji normalitas.

Hasil Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model digunakan untuk mengetahui apakah model penelitian yang diajukan telah sesuai dengan teori dan didukung oleh data empiris. Hasil pengujian goodness of fit menunjukkan bahwa penelitian ini telah menghasilkan 5 (lima) indeks kesesuaian yang berada pada kategori *Good Fit*, yaitu nilai CMIN/DF, RMSEA, TLI, CFI, dan PNFI. Sementara itu, indeks lainnya seperti *Chi-Square*, *Probability,* GFI, AGFI, dan NFI berada pada kategori *marginal fit*.

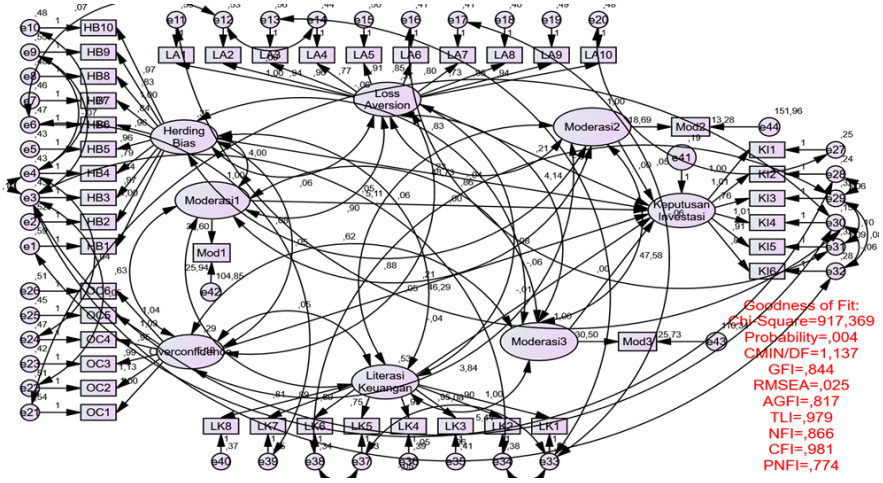
Menurut Ghozali (2017), suatu model analisis SEM dapat dinyatakan baik dan dapat diterima apabila terdapat minimal empat kriteria *cut-off value* yang telah memenuhi standar kesesuaian. Maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini dinyatakan layak dan dapat

dilanjutkan ke tahap pengujian hipotesis.

Tabel 3. Uji Kelayakan Model

Goodness of Fit	*Cut off Value*	Nilai	Keterangan
Chi-Square	Diharapkan kecil	917,369	*Marginal fit*
Probability	≥ 0,05	0,004	*Marginal fit*
CMIN/DF	≤ 2,00	1,137	*Good fit*
GFI	≥ 0,90	0,844	*Marginal fit*
RMSEA	≤ 0,08	0,025	*Good fit*
AGFI	≥ 0,90	0,817	*Marginal fit*
TLI	≥ 0,90	0,979	*Good fit*
NFI	≥ 0,90	0,866	*Marginal fit*
CFI	≥ 0,90	0,981	*Good fit*
PNFI	0,60 - 0,90	0,744	*Good fit*

Sumber: Output AMOS 22



Gambar 3. Diagram Jalur

Hasil Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melihat nilai *critical ratio* (C.R.) dan *probability* (p) pada output *regression weights*. Hipotesis dinyatakan diterima apabila nilai C.R. ≥ 2 dan *probability* (p) < 0,05. Hasil pengujian menunjukkan *herding bias, overconfidence*, dan *loss aversion* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi saham. Selain itu, literasi keuangan terbukti memoderasi pengaruh *herding bias*, *overconfidence*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham.

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis

			Estimate	S.E.	C.R.	P
KI	<---	HB	0,231	0,06	3,697	***
KI	<---	OC	0,205	0,07	3,062	0,002
KI	<---	LK	-0,01	0,04	-0,217	0,828
KI	<---	LA	0,214	0,06	3,492	***
KI	<---	Moderasi1	0,002	0	2,856	0,004
KI	<---	Moderasi2	0,003	0	3,926	***
KI	<---	Moderasi3	0,002	0	3,356	***

Sumber: Output AMOS 22

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen (Ghozali, 2017). Hasil pengujian menunjukkan nilai R^2 sebesar 0,29. Hal ini menunjukan bahwa variabel independen yaitu *herding bias, overconfidence*, dan *loss aversion* mampu menjelaskan variasi keputusan investasi saham sebesar 29%, sedangkan 71% sisanya dipengaruhi oleh faktor lain di luar penelitian.

DISKUSI

Pengaruh *Herding Bias* terhadap Keputusan Investasi Saham

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *herding bias* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kecenderungan investor mengikuti aktivitas maupun keputusan investor lain, semakin tinggi pula kecenderungan mereka dalam mengambil keputusan investasi saham. Berdasarkan hasil analisis deskriptif, *herding bias* berada pada kategori sedang, sedangkan keputusan investasi saham berada pada kategori tinggi. Meskipun demikian, responden tetap menjadikan aktivitas investor lain sebagai salah satu referensi dalam menentukan keputusan investasi, terutama dalam menentukan jumlah lot saham yang akan dibeli. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor Generasi Z tidak sepenuhnya bergantung pada keputusan investor lain, namun tetap memanfaatkan informasi yang berkembang di lingkungan investasi sebagai bahan pertimbangan sebelum mengambil keputusan investasi saham.

Temuan ini sejalan dengan Teori Heuristik *(Heuristic Theory)* yang menjelaskan bahwa individu cenderung menggunakan *mental shortcuts* ketika menghadapi situasi yang kompleks dan penuh ketidakpastian (Tversky & Kahneman, 1974). Dalam investasi, penggunaan informasi dari aktivitas investor lain merupakan salah satu bentuk penyederhanaan proses pengambilan keputusan ketika investor menghadapi ketidakpastian (Waweru *et al.,* 2008). Kondisi ini relevan dengan karakteristik Generasi Z yang banyak memperoleh informasi investasi melalui media sosial, komunitas investasi, maupun platform digital sehingga aktivitas investor lain sering dijadikan referensi dalam mengevaluasi keputusan investasi (Ibrahim & Kusumawati, 2025; Tang & Asandimitra, 2023). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Tang & Asandimitra (2023) serta Gupta & Shrivastava (2022) yang menemukan bahwa *herding bias* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi saham. Namun demikian, hasil penelitian ini berbeda dengan temuan Nguyen et al. (2023) serta Ranaweera & Kawshala (2022) yang menyatakan bahwa *herding bias* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham.

Pengaruh *Overconfidence* tehadap Keputusan Investasi Saham

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi keyakinan investor terhadap kemampuan, pengetahuan, dan analisis yang dimiliki, semakin tinggi pula kecenderungannya dalam mengambil keputusan investasi saham. Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa *overconfidence* berada pada kategori sedang, sedangkan keputusan investasi saham berada pada kategori tinggi. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa responden memiliki keyakinan yang cukup tinggi terhadap kemampuan, pengetahuan, dan strategi investasi yang dimilikinya. Hal tersebut tercermin dari keyakinan bahwa keputusan investasi yang diambil mampu menghasilkan keuntungan sesuai harapan serta bahwa keberhasilan investasi berasal dari kemampuan pribadi.

Temuan tersebut mendukung Teori Atribusi Diri (*Self Attribution Theory*) yang menjelaskan bahwa individu cenderung mengaitkan keberhasilan dengan kemampuan pribadi, sedangkan kegagalan lebih sering dikaitkan dengan faktor eksternal (Heider, 1958).

Akibatnya, keberhasilan investasi yang pernah diperoleh dapat meningkatkan keyakinan investor terhadap kemampuan analisis yang dimiliki sehingga mendorong keberanian dalam mengambil keputusan investasi (Pompian, 2012). Kondisi ini relevan dengan karakteristik investor Generasi Z yang masih berada pada tahap awal pengalaman investasi sehingga keberhasilan investasi dapat memperkuat rasa percaya diri terhadap kemampuan analisisnya Mandiri & Sriwidharmanely (2025). Hasil penelitian ini sejalan dengan Chaudhary (2025) dan Mahmood *et al.* (2024), namun berbeda dengan Mahardhika & Asandimitra (2023) yang menemukan bahwa *overconfidence* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi saham.

Pengaruh *Loss Aversion* tehadap Keputusan Investasi Saham

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *loss aversion* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kecenderungan investor menghindari kerugian, semakin tinggi pula kecenderungan mereka dalam mengambil keputusan investasi saham. Berdasarkan hasil analisis deskriptif, *loss aversion* berada pada kategori sedang, sedangkan keputusan investasi saham berada pada kategori tinggi. Responden cenderung lebih memperhatikan potensi kerugian dibandingkan peluang keuntungan serta lebih berhati-hati ketika kondisi pasar mengalami ketidakpastian.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Prospect Theory yang menjelaskan bahwa individu merasakan dampak kerugian lebih besar dibandingkan manfaat dari keuntungan yang nilainya setara (Kahneman & Tversky, 1979). Kondisi tersebut menyebabkan investor lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi untuk meminimalkan potensi kerugian (Pompian, 2012). Temuan ini juga menunjukkan bahwa Generasi Z masih memandang perlindungan terhadap modal sebagai salah satu pertimbangan utama dalam investasi saham karena sebagian besar masih berada pada tahap awal membangun aset. Hasil penelitian ini mendukung temuan Saleem *et al.* (2023) dan Gupta & Shrivastava (2022), tetapi berbeda dengan penelitian Tang & Asandimitra (2023) serta Aini & Lutfi (2019) yang menyatakan bahwa *loss aversion* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi saham.

Peran Literasi Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh *Herding Bias* terhadap Keputusan Investasi Saham

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa literasi keuangan memoderasi pengaruh *herding bias* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Literasi keuangan berperan memperkuat pengaruh *herding bias*, sehingga semakin tinggi literasi keuangan yang dimiliki investor, semakin kuat pula kecenderungan mereka memanfaatkan aktivitas dan keputusan investor lain sebagai referensi dalam pengambilan keputusan investasi. Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa literasi keuangan memperoleh rata-rata indeks sebesar 166,2 (kategori tinggi), sedangkan hasil pengukuran menggunakan skala Guttman menunjukkan tingkat literasi keuangan responden sebesar 76% yang termasuk kategori sedang menurut klasifikasi (Chen & Volpe, 1998). Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa persepsi kemampuan keuangan responden lebih tinggi dibandingkan tingkat pengetahuan keuangan objektif yang dimiliki. Menurut Pradana & Kiky (2022), kondisi tersebut menunjukkan adanya kesenjangan antara literasi keuangan subjektif dan objektif sehingga individu cenderung memiliki keyakinan terhadap kemampuan keuangannya yang lebih tinggi dibandingkan tingkat pengetahuan yang sebenarnya.

Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa investor yang merasa memiliki kemampuan keuangan yang baik tetap memanfaatkan aktivitas investor lain sebagai salah satu referensi dalam mengevaluasi keputusan investasi. Temuan ini sejalan dengan Sugianto *et al.* (2024) yang menunjukkan bahwa investor dengan literasi keuangan tinggi tetap menggunakan aktivitas investor lain sebagai salah satu dasar dalam mengevaluasi keputusan investasi. Dalam pasar modal, informasi yang berasal dari perilaku investor lain dapat berfungsi

sebagai *information structure* yang membantu investor mengurangi ketidakpastian ketika mengambil keputusan investasi (Ahmad & Wu, 2022). Dengan demikian, literasi keuangan tidak selalu mengurangi kecenderungan *herding*, tetapi dalam kondisi tertentu justru memperkuat pemanfaatan informasi sosial sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan Sugianto *et al.* (2024) dan Hussain *et al.* (2023), namun berbeda dengan Koma & Jatiningsih (2024) yang menemukan bahwa literasi keuangan memperlemah pengaruh *herding bias* terhadap keputusan investasi saham.

Peran Literasi Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh *Overconfidence* terhadap Keputusan Investasi Saham

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa literasi keuangan memoderasi pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Literasi keuangan berperan memperkuat pengaruh *overconfidence*, sehingga semakin tinggi literasi keuangan yang dimiliki investor, semakin tinggi pula keyakinan investor terhadap kemampuan, pengetahuan, dan analisis yang dimiliki dalam mengambil keputusan investasi. Kondisi tersebut diduga berkaitan dengan adanya kesenjangan antara persepsi kemampuan keuangan dan tingkat pengetahuan keuangan objektif responden (Pradana & Kiky, 2022). Akibatnya, investor menjadi semakin yakin terhadap kemampuan analisis yang dimilikinya sehingga kecenderungan *overconfidence* semakin kuat dalam menentukan keputusan investasi. Temuan ini sejalan dengan Ranaweera & Kawshala (2022) yang menyatakan bahwa investor dengan literasi keuangan yang lebih tinggi cenderung semakin percaya diri dalam mengambil keputusan investasi. Hasil penelitian ini juga mendukung temuan Mandiri & Sriwidharmanely (2025), namun berbeda dengan Mahmood *et al.* (2024) yang menemukan bahwa literasi keuangan justru memperlemah pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi saham.

Peran Literasi Keuangan dalam Memoderasi Pengaruh *Loss Aversion* terhadap Keputusan Investasi Saham

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa literasi keuangan memoderasi pengaruh *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Literasi keuangan berperan memperkuat pengaruh *loss aversion*, sehingga semakin tinggi literasi keuangan yang dimiliki investor, semakin besar kecenderungan investor mempertimbangkan potensi kerugian dalam pengambilan keputusan investasi saham. Temuan tersebut sejalan dengan Hussain *et al.* (2023) yang menunjukkan bahwa investor dengan literasi keuangan yang lebih tinggi cenderung semakin memahami konsekuensi finansial dari setiap keputusan investasi sehingga menjadi lebih berhati-hati dalam melindungi modal yang dimiliki. Di sisi lain, Costa *et al.* (2021) menjelaskan bahwa literasi keuangan tidak selalu membuat investor terbebas dari bias perilaku, tetapi justru dapat meningkatkan perhatian terhadap risiko sehingga memperkuat kecenderungan *loss aversion*. Costa *et al.* (2021) juga menjelaskan bahwa literasi keuangan tidak selalu membuat investor terbebas dari bias perilaku, tetapi dapat meningkatkan perhatian terhadap risiko sehingga memperkuat kecenderungan *loss aversion*. Hasil penelitian ini sejalan dengan Hussain *et al.* (2023), namun berbeda dengan Butt *et al.* (2023) yang menemukan bahwa literasi keuangan memperlemah pengaruh *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN PENELITIAN MASA DEPAN

Berdasarkan hasil penelitian, *herding bias, overconfidence,* dan *loss aversion* berpengaruh terhadap keputusan investasi saham Generasi Z di Surabaya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa keputusan investasi saham tidak hanya dipengaruhi oleh pertimbangan rasional, tetapi juga oleh faktor psikologis yang tercermin melalui kecenderungan mengikuti keputusan investor lain, keyakinan yang tinggi terhadap kemampuan diri, serta pertimbangan yang lebih besar terhadap potensi kerugian dibandingkan peluang keuntungan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa literasi keuangan memperkuat pengaruh *herding bias, overconfidence,* dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi saham. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa pengetahuan keuangan yang dimiliki investor tidak selalu mengurangi pengaruh bias perilaku, tetapi pada kondisi tertentu justru dapat memperkuat pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan investasi.

Secara praktis, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa peningkatan literasi keuangan perlu disertai dengan kemampuan mengenali dan mengelola bias perilaku agar investor mampu mengambil keputusan investasi secara lebih objektif. Oleh karena itu, program edukasi investasi yang diselenggarakan oleh regulator maupun lembaga pendidikan tidak hanya perlu berfokus pada peningkatan pengetahuan keuangan, tetapi juga pada pemahaman mengenai aspek psikologis dalam pengambilan keputusan investasi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian hanya melibatkan investor saham Generasi Z yang berdomisili di Kota Surabaya sehingga hasil penelitian belum dapat digeneralisasikan pada seluruh investor Generasi Z di Indonesia. Kedua, penelitian hanya menguji *herding bias, overconfidence, loss aversion*, dan literasi keuangan, sedangkan keputusan investasi saham juga dapat dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini. Ketiga, penelitian menggunakan desain *cross-sectional* sehingga belum mampu menggambarkan perubahan perilaku investor dalam jangka panjang. Selain itu, data penelitian diperoleh melalui kuesioner sehingga jawaban responden bergantung pada persepsi masing-masing individu.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan wilayah penelitian, melibatkan karakteristik responden yang lebih beragam, serta mempertimbangkan variabel lain seperti *risk tolerance, financial self-efficacy, investment experience*, maupun faktor sosial yang berpotensi memengaruhi keputusan investasi saham. Penelitian berikutnya juga dapat menggunakan desain longitudinal serta mengkaji lebih lanjut peran literasi keuangan subjektif dan objektif dalam memoderasi pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi, mengingat penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan antara persepsi kemampuan keuangan responden dan tingkat pengetahuan keuangan yang sebenarnya.

Ucapan Terima Kasih:

Penulis mengucapkan terimakasih kepada Ibu Trias Madanika Kusumaningrum, S.E., S.Pd., M.M. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan dukungan, bimbingan, serta arahan hingga terselesaikannya penulisan ini. Selain itu juga kepada seluruh pihak dan kepada responden yang telah meluangkan waktu untuk mengisi kuesioner sehingga penelitian ini dapat terselesaikan dengan baik.

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., & Wu, Q. (2022). Does Herding Behavior Matter In Investment Management And Perceived Market Efficiency? Evidence From An Emerging Market. *Management Decision*, *60*(8), 2148–2173. https://doi.org/https://doi.org/10.1108/MD-07-2020-0867

Aini, N. S. N., & Lutfi. (2019). The Influence Of Risk Perception, Risk Tolerance, Overconfidence, And Loss Aversion Towards Investment Decision Making. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, *21*(3), 401–413. https://doi.org/https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1663

Aryasatya, L., Setiobudi, A., Teofilus, T., Putu, N., & Kusuma, A. (2024). Exploring Interest Gen Z Investment In The Stock Market : Studies Empirical In Surabaya City. *Jurnal Aplikasi Ekonomi Akuntansi & Bisnis*, *6*(2), 135–147. https://doi.org/https://doi.org/10.37641/riset.v6i2.2094

Butt, H., Sajjad, A., Awan, K. Z., & Shakil, M. H. (2023). The Role of Behavioral Factors on Investment Decision Making: Moderating Role of Financial Literacy. *Pakistan Journal of Humanities and Social Sciences*, *11*(4), 4533–4547. https://doi.org/10.52131/pjhss.2023.v11i4.1876

Chaudhary, M. K. (2025). Impact of Risk Perception, Overconfidence Bias and Loss Aversion on Investment Decision-Making. *American Journal of Financial Technology and Innovation*, *3*(1), 14–22. https://doi.org/10.54536/ajfti.v3i1.4061

Chen, H., & Volpe, R. P. (1998). An Analysis of Personal Financial Literacy Among College Students. *Financial Services Review*, *7*(2), 107–128. https://doi.org/10.1016/S1057-0810(99)80006-7ka

CNBC Indonesia. (2025). *Purbaya & Bos OJK Soal Beberes "Saham Gorengan" dari Bursa RI*. CNBC Indonesia. https://www.cnbcindonesia.com/research/20251204082548-128-690931/purbaya-bos-ojk-soal-beberes-saham-gorengan-dari-bursa-ri

Costa, V. M., Teixeira, N. A. D. S., Santos, A. C., & Santos, E. (2021). When More Is Less In Financial Decision-Making: Financial Literacy Magnifies Framing Effects. *Psychological Research*, *85*, 2036–2046. https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s00426-020-01372-7

Ghozali, I. (2017). *Model Persamaan Struktural Konsep dan Aplikasi dengan Program AMOS 24.0* (8th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gupta, S., & Shrivastava, M. (2022). Herding And Loss Aversion In Stock Markets: Mediating Role Of Fear Of Missing Out (FOMO) In Retail Investors. *International Journal of Emerging Markets*, *17*(7), 1720–1737. https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2020-0933

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning. https://books.google.co.id/books?id=0R9ZswEACAAJ

Heider, F. (1958). *The Psychology Of Interpersonal Relations*. John Wiley & Sons. https://doi.org/https://doi.org/10.1037/10628-000

Hussain, M., Zulfiqar, B., Shafique, A., Malik, L., & Ashraf, P. (2023). The Impact of Herding, Loss Aversion, and Cognitive Dissonance on Individual Investor's Investment Decision Making: Moderating Role of Financial Literacy. *Jinnah Business Review*, *11*(2), 1–19. https://doi.org/10.53369/ZNLL7178

Ibrahim, S. S., & Kusumawati, N. D. (2025). The Effect of Overconfidence Bias , Herding Bias , and Regret Aversion Bias on Generation Z Investment Decision Making in Surabaya with Moderation in the Use of Artificial Intelligence. *International Journal of Asian Business and Management (IJABM)*, *4*(5), 1243–1260. https://doi.org/https://doi.org/10.55927/ijabm.v4i5.620

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, *47*(2), 263–292. https://doi.org/https://doi.org/10.2307/1914185

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

Koma, D. R. A., & Jatiningsih, D. E. S. (2024). The Effect of Overconfidence Bias, Risk Tolerance, and Herding Bias on Stock Investment Decisions with Financial Literacy as a Moderation Variable. *KnE Social Sciences*, *3*, 303–336. https://doi.org/10.18502/kss.v9i21.16718

KSEI. (2025). Statistik Pasar Modal Indonesia Pertumbuhan Investor. In *Kustodian Sentral Efek Indonesia*. https://www.ksei.co.id/files/Statistik_Publik_Januari_2025_final.pdf

Mahardhika, M. D., & Asandimitra, N. (2023). Pengaruh Overconfidence, Risk Tolerance, Return, Financial Literacy, Financial Technology terhadap Keputusan Investasi. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, *11*(3), 602–613. https://doi.org/10.26740/jim.vn.p602-613

Mahmood, F., Arshad, R., Khan, S., Afzal, A., & Bashir, M. (2024). Impact Of Behavioral Biases On Investment Decisions And The Moderation Effect Of Financial Literacy; An Evidence Of Pakistan. *Acta Psychologica*, *247*(September 2023), 104303. https://doi.org/10.1016/j.actpsy.2024.104303

Mandiri, A. E., & Sriwidharmanely. (2025). Journal of Auditing, Finance, and Forensic Accounting. *Journal of Auditing, Finance, and Forensic Accounting*, *13*(1), 23–39. https://doi.org/10.21107/jaffa.v13i1.29415

Nguyen, T. T. B., Doan, D. T., Hai, H. N., Ha, T. N. T., & Thi, N. N. (2023). Impact of Behavioral Factors on The Stock Investment Decisions of Generation Z in Vietnam. *Journal of Organizational Behavior Research*, *8*(2), 129–143. https://doi.org/https://doi.org/10.51847/jJBx9EABdo

OJK. (2024). *Survei Nasional Literasi dan Inklusi Keuangan (SNLIK) 2024*. https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Pages/Survei-Nasional-Literasi-dan-Inklusi-Keuangan-(SNLIK)-2024.aspx

OJK. (2025). *Statistik Bulanan Pasar Modal*. https://ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/Pages/Statistik-Bulanan-Pasar-Modal---Agustus-2025.aspx

Patiu, L. S., Ang, L. K. C., Masanque, J. A. A., Nacario, J. M. C., & Paguntalan, R. M. M. (2025). Unraveling the Investment Puzzle: Do Behavioral Biases and Financial Literacy Matter? *Review of Integrative Business and Economics Research*, *14*(3), 596–612. https://doi.org/https://doi.org/10.58745/riber

Pompian, M. (2012). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases (2nd ed)* (Second Edi). John Wiley & Sons. https://doi.org/https://doi.org/10.1002/9781119202400

Pradana, B. L., & Kiky, A. (2022). Tinjauan Literatur Financial Literacy dan Pengaruhnya pada Bias Keuangan. *Jurnal Bina Manajemen*, *11*(1), 214–225. https://doi.org/10.52859/jbm.v11i1.257

Putri, A., & Yulianti, E. (2025). Pengaruh Perilaku Anchoring dan Herding Bias terhadap Pengambilan Keputusan Investasi dengan Literasi Keuangan Sebagai Variabel Moderasi pada Investor di Kota Bandung Tahun 2024. *JIIP - Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan*, *8*(3),

2714–2723. https://doi.org/10.54371/jiip.v8i3.7242

Ranaweera, S. S., & Kawshala, B. A. H. (2022). 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), 56–67. https://doi.org/10.4038/sajf.v2i1.32

Saleem, A., Usman, M., & Bashir, Z. (2023). Behavioral Biases, Financial Literacy, And Investment Decision: A Case Of Individual Investors In Pakistan. *Business Review*, *18*(2), 1–19. https://doi.org/10.54784/1990-6587.1535

Shefrin, H. (2010). *Behavioralizing Finance* (Vol. 4, Issue 2009). https://doi.org/10.1561/0500000030

Shefrin, H., & Statman, M. (1986). How Not To Make Money In The Stock Market. *Psychology Today*, *20*(2), 52–57. https://doi.org/https://doi.org/10.1037/e400682009-005

Sugianto, D. F., Wijaya, L. I., & Sutejo, B. S. (2024). Herding dan Overconfidence dalam Investasi Gen Z : Dampak dan Moderasi Literasi Keuangan. *Journal of Accounting and Finance Management*, *5*(5), 1088–1099. https://doi.org/https://doi.org/10.38035/jafm.v5i5.1092

Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi (Teori dan Aplikasi)* (1st ed.). Kanisius.

Tang, I. M. H., & Asandimitra, N. (2023). Pengaruh Mental Accounting, Regret Aversion Bias, Herding Bias, Loss Aversion, Risk Perception, dan Financial Literacy terhadap Keputusan Investasi Investor Generasi Z di Kota Surabaya selama Pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, *11*(2), 458–472. https://doi.org/10.26740/jim.v11n2.p457-472

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics And Biases: Biases In Judgments Reveal Some Heuristics Of Thinking Under Uncertainty. *Science*, *185*(4157), 1124–1131. https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124

Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The Effects Of Behavioural Factors In Investment Decision-Making: A Survey Of Institutional Investors Operating At The Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, *1*(1), 24–41. https://doi.org/10.1504/IJBEM.2008.019243