

SKRIPSI

PENGARUH *FINANCIAL RISK TOLERANCE, AVAILABILITY BIAS, OVERCONFIDENCE, & REPRESENTATIVENESS BIAS* TERHADAP *INVESTMENT DECISION* DI PASAR SAHAM PADA GENERASI MILENIAL DI JABODETABEK



UNTAR
Universitas Tarumanagara

DIAJUKAN OLEH:

NAMA: ALDI RAKAN

NPM : 115180561

**UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT
GUNA MENCAPAI GELAR SARJANA EKONOMI**

**PROGRAM STUDI S1 MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS TARUMANAGARA**

JAKARTA

2023

SURAT PERNYATAAN



FR.FE-4.7-RO

SURAT PERNYATAAN

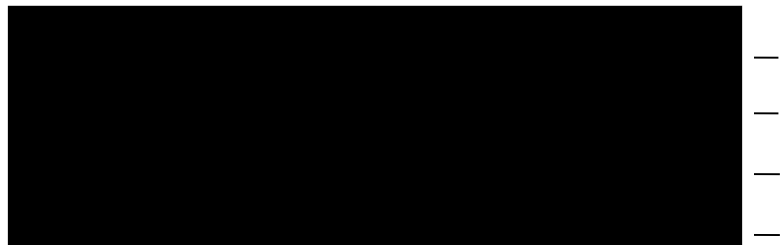
Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama mahasiswa : ALDI RAKAN

NPM (Nomor Pokok Mahasiswa) : 115180561

Program Studi : S1 Manajemen

Alamat



Dengan ini saya menyatakan, apabila dalam pembuatan skripsi ternyata saya:

1. Melakukan plagiat/menyontek;
2. Mengutip tanpa menyebut sumbernya;
3. Menggunakan data fiktif atau memanipulasi data;
4. Melakukan riset perusahaan fiktif (hal ini Jurusan Akuntansi/Manajemen dapat konfirmasi langsung ke perusahaan terkait sesuai dengan surat risetnya).

Saya bersedia dikenakan sanksi berupa pembatalan skripsi dan diskors maksimal 2 (dua) semester. Kemudian apabila hal di atas terbukti setelah lulus ujian skripsi/komprehensif saya bersedia dinyatakan batal skripsi dan kelulusannya.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya tanpa ada paksaan dari pihak manapun.

Jakarta, 12 Juli 2023

UNIVERSITAS TARUMANAGARA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
JAKARTA

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

NAMA : ALDI RAKAN
NIM : 1151805561
PROGRAM/JURUSAN : MANAJEMEN
KONSETRAS : MANAJEMEN KEUANGAN
JUDUL SKRIPSI : PENGARUH FINANCIAL RISK
TOLERANCE, AVAILABILITY BIAS,
OVERCONFIDENCE BIAS, &
REPRESENTATIVENESS BIAS
TERHADAP INVESTMENT DECISION
DI PASAR SAHAM PADA GENERASI
MILENIAL

Jakarta, 10 Juli 2023



(Dr. Indra Widjaja, SE, MM.)

HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI

**UNIVERSITAS TARUMANAGARA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
JAKARTA**

HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI

NAMA : ALDI RAKAN
NIM : 115180561
PROGRAM/JURUSAN : MANAJEMEN BISNIS
KONSENTRASI : MANAJEMEN KEUANGAN
JUDUL SKRIPSI : PENGARUH FINANCIAL RISK TOLERANCE,
AVAILABILITY BIAS, OVERCONFIDENCE,
DAN REPRESENTATIVENESS BIAS
TERHADAP INVESTMENT DECISION DI
PASAR SAHAM PADA GENERASI
MILENIAL DI JABODETABEK.

Telah diuji pada Ujian Skripsi dan Komprehensif tanggal 2023 dan dinyatakan lulus, dengan tim penguji yang terdiri atas:

1. Ketua Penguji : - ANDI WIJAYA, S.E.,M.M.
2. Anggota Penguji : - ARY Satria Pamungkas, S.E.,M.M
- Dra. YUSBARDINI., M.E.

Jakarta, 2023

Pembimbing,

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the influence of financial risk tolerance, availability bias, overconfidence, and representativeness bias on investment decision in stock market, in which psychological factors can influence investment decision based on cognitive and emotional factors. The subject of this research is stock investor of the millennial generation in Jabodetabek. The data used is primary data with sample technique used purposive sampling. Data was collected by distributing online questionnaires using google forms. Data analysis using SEM-PLS 4.0 with the number of data as many as 139 respondents. The result of this study indicates that financial risk tolerance, availability, representativeness significantly influence investment decision, and overconfidence has no effect on investment decision. This research helps investor understand and control their emotions and cognition in making investment decision, so that investors can avoid bias and heuristic behaviour.

Keywords: *Financial risk tolerance, availability, overconfidence, representativeness, investment decision*

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian adalah untuk menganalisis pengaruh dari toleransi risiko keuangan, bias ketersediaan, terlalu percaya diri, dan bias keterwakilan terhadap keputusan investasi di pasar saham, dimana faktor psikologi dapat mempengaruhi investor dalam keputusan berinvestasi berdasarkan pada faktor emosional dan kognitif. Subjek dari penelitian ini adalah investor saham generasi milenial di Jabodetabek. Data yang digunakan dalam penelitian ini data primer dengan teknik pemilihan sampel menggunakan purposive sampling. Data dikumpulkan dengan menyebarkan kuesioner secara online menggunakan google form. Analisis data menggunakan SEM-PLS 4.0 dengan jumlah responden 139. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa toleransi risiko keuangan, bias ketersediaan, bias keterwakilan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, dan terlalu percaya diri tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Penelitian ini membantu investor dalam memahami serta mengontrol emosi dan kognitif dalam mengambil keputusan investasi, agar investor dapat terhindar dari perilaku bias dan heuristik.

Kata Kunci: Toleransi risiko keuangan, bias ketersediaan, terlalu percaya diri, bias keterwakilan, keputusan investasi

HALAMAN MOTTO

“KEEP OPTIMISTIC”

HALAMAN PERSEMBAHAN

Puji dan Syukur penulis panjatkan kehadirat Tuhan Yang Maha Esa karena berkat, rahmat dan kasih karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Skripsi ini disusun untuk dapat memenuhi salah satu persyaratan dalam memperoleh gelar S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara. Dalam proses pengerjaan dan penyusunan skripsi ini, penulis juga ingin mengucapkan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada berbagai pihak yang telah memberikan bantuan, dukungan dan semangat, khususnya ditujukan kepada:

1. Bapak Dr. Indra Widjaja, SE, MM. selaku Dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan, nasihat dan arahan yang sangat bermanfaat kepada penulis dalam penyusunan skripsi ini dari awal hingga dapat diselesaikan dengan baik.
2. Bapak Dr. Sawidji Widioatmodjo, S.E., M.M., MBA., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara.
3. Bapak Ronnie Resdianto Masman, S.E., M.A., M.M., selaku Wakil Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanegara.
4. Bapak Dr. Keni, S.E., M.M., selaku Kepala Jurusan S1 Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanegara.
5. Bapak Franky Slamet, S.E., M.M., selaku Ketua Program studi S1 Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanegara.
6. Seluruh dosen dan staf pengajar di Universitas Tarumanagara, yang telah memberikan pengajaran dan membekali penulis dengan ilmu pengetahuan selama masa perkuliahan.
7. Segenap Keluarga besar terutama Bapa dan Mama yang selalu memberikan dukungan penuh dalam doa, dukungan moral, dan juga material selama perkuliahan di Universitas Tarumanagara dan selama proses penyusunan skripsi ini.

8. Teman-teman bimbingan seperjuangan yang selalu membantu dan memberikan informasi dalam penyusunan skripsi agar dapat berjalan dengan baik dan tepat waktu.
9. Semua Pihak yang tidak dapat disebutkan satu-persatu yang selalu memberikan doa, dukungan dan telah membantu kelancaran dalam proses penyusunan skripsi sehingga penyusunan skripsi ini dapat diselesaikan dan terlaksana dengan baik dan tepat waktu.

KATA PENGANTAR

Puji dan Syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Kuasa karena atas Berkat dan Rahmat-Nya, penulis dapat menyelesaikan tugas akhir yang berjudul “**Pengaruh *Financial Risk Tolerance, Availability Bias, Overconfidence, & Representativeness Bias Terhadap Investment Decision Di Pasar Saham Pada Generasi Millenial Di Jabodetabek***”. Skripsi ini merupakan syarat untuk menyelesaikan studi sarjana S1 Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kata sempurna, maka penulis memohon maaf atas kekurangan dan kesalahan yang masih ada dalam skripsi ini. Penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya terutama kepada Bapak Dr. Indra Widjaja, SE, MM. selaku dosen pembimbing penulis dalam menyelesaikan tugas akhir. Selain itu, ucapan terima kasih sebesar-besarnya kepada berbagai pihak-pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan tugas akhir ini. Penulis juga mengharapkan adanya kritik dan saran yang membangun dari seluruh pihak agar berguna dalam penyusunan skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap agar skripsi ini dapat berguna dan bermanfaat bagi semua pihak.

Jakarta,

Penulis,

(Aldi Rakan)

DAFTAR ISI

SKRIPSI	1
SURAT PERNYATAAN	2
HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI	4
ABSTRACT	5
ABSTRAK	6
HALAMAN MOTTO	7
HALAMAN PERSEMBAHAN	8
DAFTAR ISI	11
DAFTAR TABEL	14
DAFTAR GAMBAR	16
BAB I	18
PENDAHULUAN	18
A. Permasalahan	18
1. Latar Belakang Masalah.....	18
2. Identifikasi Masalah.....	31
3. Batasan Masalah	31
4. Rumusan Masalah	32
B. Tujuan dan Manfaat	32
1. Tujuan	32
2. Manfaat	33
A. Gambaran Umum Teori	34
1. <i>Prospect Theory</i>	34
2. <i>Behavioural Finance Theory</i>	36
B. Koseptual Variabel	39
1. <i>Financial Risk Tolerance</i>	39
2. <i>Availability Bias</i>	40
3. <i>Representativeness Bias</i>	42
4. <i>Investment Decision</i>	43
C. Kaitan antara variabel	44
1. <i>Financial Risk Tolerance</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	44

2. <i>Availability Bias</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	45
4. <i>Representativeness Bias</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	47
D. Penelitian Terdahulu	48
E. Kerangka Penelitian dan Hipotesis Penelitian	51
1. <i>Financial Risk Tolerance</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	51
2. <i>Availability Bias</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	52
3. <i>Overconfidence Bias</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	52
4. <i>Representativeness Bias</i> terhadap <i>Investment Decision</i>	53
BAB III	56
METODOLOGI PENELITIAN	56
A. Desain Penelitian	56
B. Populasi, Teknik Pemilihan Sampel, dan Ukuran Sampel	56
1. Populasi.....	56
2. Teknik Pemilihan Sampel	57
3. Ukuran Sampel.....	57
C. Operasionalisasi Variabel	57
1. <i>Financial Risk Tolerance</i>	58
2. <i>Availability Bias</i>	59
3. <i>Overconfidence Bias</i>	60
4. <i>Representativeness Bias</i>	61
5. <i>Investment Decision Making</i>	63
D. Analisis Validitas dan Reliabilitas	64
1. Uji validitas konvergen (<i>Convergent Validity</i>)	64
2. Uji Komposit Reliability (<i>Composite Reliability</i>).....	65
E. Analisis Data	65
1. Pengujian Model Pengukuran (<i>Outer Model</i>).....	65
a. <i>Discriminant Validity</i>	65
2. Pengujian Model Struktural (<i>Inner Model</i>).....	66
a. Uji Koefisien Determinasi.....	66
b. Uji Goodness Fit Model.....	66
3. Pengujian Hipotesis	66
BAB IV	68
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	68

A. Deskripsi Statistik	68
1. Lokasi dan Waktu Penelitian	68
B. Deskripsi Variabel	72
1. <i>Financial Risk Tolerance</i>	72
2. <i>Availability Bias</i>	73
3. <i>Overconfidence Bias</i>	74
4. <i>Representativeness Bias</i>	76
5. <i>Investment Decision</i>	77
C. Analisis Statistik	80
1. Pengujian Model Pengukuran (Outher Model)	81
a. Uji Convergent Validity	81
b. Uji Discriminant Validity dengan Cross Loading	88
c. Uji Reliabilitas	90
a. Uji Koefisien Determinasi.....	91
b. Uji Goodness of Fit	91
3. Uji Hipotesis	92
D. Pembahasan.....	95
BAB V	100
KESIMPULAN DAN SARAN	100
A. Kesimpulan	100
B. Keterbatasan dan Saran	100
DAFTAR PUSTAKA	103

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	49
Tabel 3. 1 Operasioan Variabel Financial Risk Tolerance	58
Tabel 3. 2 Operasional Variabel Availability Bias	60
Tabel 3. 3 Operasional Variabel Overconfidence	61
Tabel 3. 4 Operasional Variabel Representativeness Bias	62
Tabel 3. 5 Operasional Variabel Investment Decision.....	63
Tabel 3. 6 Skala Likert	64
Tabel 4. 1 Kelompok Responden Menurut Jenis Kelamin	68
Tabel 4. 2 Kelompok Responden Menurut Usia.....	68
Tabel 4. 3 Kelompok Responden Berdasarkan Pendidikan	69
Tabel 4. 4 Kelompok Responden Berdasarkan Pekerjaan	69
Tabel 4. 5 Kelompok Responden Berdasarkan Status	70
Tabel 4. 6 Kelompok Responden Berdasarkan Domisili	70
Tabel 4. 7 Kelompok Responden Berdasarkan Pendapatan.....	71
Tabel 4. 8 Kelompok Responden Berdasarkan Pengalaman Investasi	71
Tabel 4. 9 Sumber Uji Statistik Financial Risk Tolerance.....	72
Tabel 4. 10 Sumber Uji Statistik Availability	73
Tabel 4. 11 Sumber Uji Statistik Overconfidence	75
Tabel 4. 12 Sumber Uji Statistik Representativeness	76
Tabel 4. 13 Sumber Uji Statistik Investment Decision	78
Tabel 4. 14 Hasil Uji Average Variance Extracted (AVE).....	81
Tabel 4. 15 Hasil Uji Convergent Validity kesatu	82
Tabel 4. 16 Hasil Uji Convergent Validity Kedua.....	84
Tabel 4. 17 Hasil Uji Convergent Validity Ketiga.....	87
Tabel 4. 18 Hasil Uji Discriminant Validty dengan Cross Loading	89
Tabel 4. 19 Hasil Uji Discriminant Validity dengan Fornell Larcker-Criterion...	90

Tabel 4. 20 Hasil Uji Reabilitas dengan Cronbach's Alpha.....	90
Tabel 4. 21 Hasil Uji R-square.....	91
Tabel 4. 22 Hasil Uji NFI.....	92
Tabel 4. 23 Hasil Uji-t.....	92

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Grafik Pertumbuhan Emiten.....	20
Gambar 1. 2 Grafik Pertumbuhan Investsor	21
Gambar 2. 1 Prospect Theory	35
Gambar 2. 2 Model Penelitian	54
Gambar 4. 1 Analisis Statistik.....	80
Gambar 4. 2 Diagram Loading Faktor(Tidak Valid)	84
Gambar 4. 3 Daiagram Loading Faktor (Tidak Valid)	86
Gambar 4. 4 Diagram Loading Faktor (Valid).....	88
Gambar 4. 5 Hasil Uji Bootsraping.....	93

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. 1 Kuesioner.....	110
Lampiran 1. 2 Tabulasi Hasil Kuesioner.....	116

BAB I

PENDAHULUAN

A. Permasalahan

1. Latar Belakang Masalah

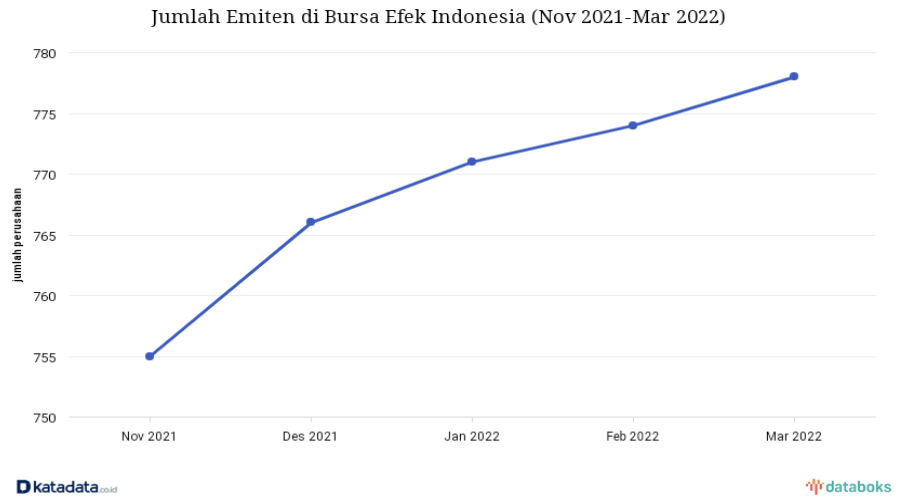
Pertumbuhan ekonomi di suatu negara dipengaruhi oleh berbagai jenis industri yang terdapat di negara tersebut salah satunya yaitu industri keuangan yang mencakup pasar modal. Pasar modal memiliki peranan yang cukup besar dalam meningkatkan pendapatan nasional karena pasar modal menyediakan sumber pembiayaan jangka panjang yang berimplikasi terhadap penggunaan dana secara optimal dan terstruktur sesuai perencanaan dan alokasi emiten dalam mengelola dana yang di dapatkan di dalam pasar modal. Pasar modal adalah tempat perdagangan instrumen investasi yang di dalamnya terdapat beberapa pilihan instrumen investasi seperti saham, obligasi, *warrant*, dan instrument investasi derivatif yang termasuk ke dalam *over the counter market*.

Pasar modal merupakan salah satu acuan kondisi ekonomi di suatu negara, ketika pasar modal negara tertentu berkembang maka mencerminkan bahwa perekonomian negara tersebut dalam keadaan stabil dan cenderung naik yang mencerminkan aliran dana investasi melalui investor lokal ataupun *direct foreign investment* berjalan baik sehingga dana yang didapatkan dari pasar modal dapat membuat emiten berkembang dan investor yang berinvestasi mendapat keuntungan berupa capital gain atau dividen, dimana manfaat yang diterima emiten ataupun investor berpengaruh terhadap peningkatan pendapatan nasional dan kenaikan nilai produk domestik bruto yang dihasilkan negara.

Menurut Widjaja et al., (2020) Perekonomian suatu negara berjalan dengan baik atau tidak dapat dilihat dari tingkat tabungan dan investasi. Dari sisi mikro, menabung merupakan kegiatan yang didorong untuk menjadi perilaku hidup manusia yang tidak diragukan lagi merupakan kegiatan yang

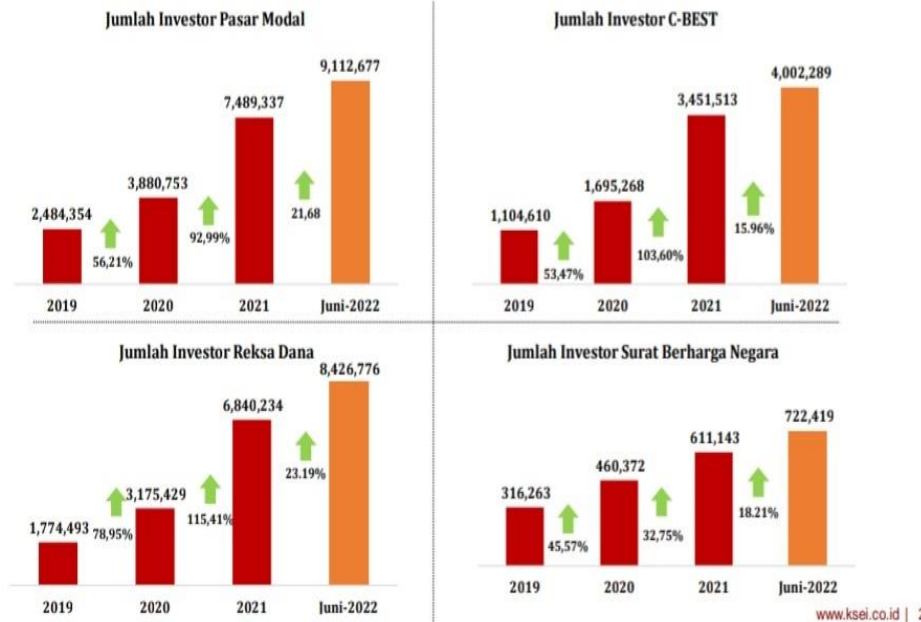
positif untuk mengatasi permasalahan ekonomi individu. Pasar modal memberikan alternatif investasi terhadap masyarakat seperti saham, reksa dana, ataupun obligasi sehingga masyarakat dapat memiliki beberapa pilihan investasi yang cocok dengan portofolio investasi mereka dan tingkat risiko yang dapat di toleransi oleh masing-masing investor sesuai dengan risiko yang dapat mereka terima, keberadaan pasar modal membuat kehidupan masyarakat menjadi lebih termodernisasi, pasar modal berhubungan dengan penawaran efek yang di terbitkan oleh perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) dan juga emiten-emiten yang sudah tergabung ke dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam BEI terdapat banyak emiten dari berbagai industri yang berbeda seperti finansial, energi, farmasi, manufaktur, dan konstruksi, hal ini memberikan masyarakat alternatif pilihan investasi di dalam pasar modal dalam bentuk saham yang di terbitkan dimana masyarakat dapat membeli saham yang di terbitkan perusahaan dengan return investasi berupa *capital gain* atau dividen sebagai return investasinya.

Menurut BEI (2022) data dari jumlah emiten aktif pada tahun 2022 yang terdapat dalam bursa saham Indonesia sebanyak 787 emiten dari berbagai jenis industri, berdasarkan data tersebut jumlah emiten yang ada dalam BEI cukup banyak dengan dilakukannya IPO pada tahun 2021 sebanyak 54 emiten, pertumbuhan emiten yang melakukan IPO di tahun 2021 lebih banyak di bandingkan pada tahun 2020 yaitu sebanyak 51 emiten. Pertumbuhan emiten di Bursa Efek Indonesia dan peningkatan emiten yang melakukan IPO mencerminkan bahwa pasar modal sangat berkembang pada saat ini.



Gambar 1. 1 Grafik Pertumbuhan Emiten

Berdasarkan data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) pada tahun 2022 jumlah investor pasar modal sebanyak 9,112,667 *Single Investor Identification* (SID) meningkat dibandingkan pada tahun 2021 dengan jumlah investor 7,489,337 SID. Hal ini juga berimplikasi terhadap peningkatan jumlah investor saham yang terdaftar di BEI yaitu pada tahun 2022 sebanyak 4,002,289 meningkat dibandingkan tahun 2021 sebesar 3,451,513 investor BEI.



Gambar 1. 2 Grafik Pertumbuhan Investor

Pertumbuhan dan perkembangan pasar modal Indonesia dari tahun ke tahun mengalami peningkatan yang pesat dengan berdasarkan pada data bahwa semakin banyak perusahaan melakukan IPO dan juga melonjaknya minat investasi yang berimplikasi terhadap pengambilan keputusan investasi dengan semakin banyaknya masyarakat yang berpartisipasi dalam kegiatan investasi di pasar modal. Tetapi jumlah kenaikan partisipasi investor dalam berinvestasi tidak menggambarkan secara keseluruhan apakah pasar modal khususnya investasi pada saham telah dilakukan secara optimal. Berdasarkan data BPS (2020) Indonesia merupakan negara dengan jumlah penduduk terbanyak ke 4 di dunia dengan jumlah penduduk Indonesia sebanyak 270,203,917 jiwa dan usia produktif sebanyak 191,088,210 jiwa (70,72% dari total penduduk Indonesia), berdasarkan data tersebut hanya 3,4% dari total penduduk yang sudah berpartisipasi dalam keputusan investasi di pasar modal serta mayoritas

investor terdapat di pulau Jawa dan DKI Jakarta hal ini menunjukkan belum terjadinya pemerataan.

Hal ini tentu menjadi masalah karena sebagian besar masyarakat Indonesia masih belum berpartisipasi dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal, jika dibandingkan dengan negara Asean lainnya seperti Singapura dan Malaysia yang masing-masing memiliki jumlah investor sebesar 26 % dan 9% dari total jumlah penduduk. Berdasarkan data OJK (2022) investor saham pada saat ini didominasi oleh generasi milenial dengan persentase 81,64% dari total investor saham yang terdaftar. OJK menyatakan dalam survey nasional literasi dan inklusi keuangan (2019) tingkat literasi keuangan masyarakat sebesar 38,03% dan tingkat inklusi keuangan sebesar 76,19%, selain itu OJK menambahkan bahwa tingkat literasi investor di pasar modal hanya 4,92%, data tersebut merefleksikan bahwa tingkat literasi keuangan investor masih rendah sehingga kemungkinan besar keputusan investasi yang diambilnya tidak berdasarkan pemikiran yang rasional. Menurut KSEI (2022) Jumlah investor saham yang ada di BEI didominasi oleh generasi milenial dengan persentase 81,64% dari total investor yang ada di BEI.

Berdasarkan *Generation Theory* yang dicetuskan oleh US Chamber Foundation (2012), menjelaskan generasi milenial dikelompokkan kepada generasi yang lahir pada rentang tahun 1980-1999. Generasi milenial ini juga disebut sebagai Generasi Y. Pertimbangan penggunaan generasi milenial sebagai subjek penelitian didasarkan pada rentang usia yang generasi milenial (18 hingga 40 tahun) yang mencakup usia produktif para mahasiswa dan pekerja.

Keputusan investasi merupakan aktifitas untuk mengalokasikan sejumlah dana dengan harapan dapat memperoleh keuntungan di masa datang, keputusan investasi dapat dilakukan terhadap beberapa instrumen investasi seperti saham, obligasi, reksadana ataupun instrument derivatif lainnya. Keputusan investasi diestimasi berdasarkan tujuan investasi, strategi investasi, jangka waktu, pemilihan portofolio, risiko dan return yang diharapkan investor. Berkembangnya pasar saham Indonesia menandakan bahwa meningkatnya

perilaku keputusan investasi yang dilakukan oleh masyarakat, fakta tersebut mencerminkan bahwa keputusan investasi merupakan hal yang sangat penting dilakukan oleh masyarakat, dimana artinya masyarakat yang merupakan investor saham seharusnya sudah memahami apa itu saham dan bagaimana mekanisme investasi saham tersebut berjalan.

Menurut Widjaja (2011) *Stock price* di capital market bisa saja berubah-ubah karena setiap hari selalu ada informasi baru yang dapat menyebabkan investor mengestimasi kembali nilai sahamnya sebagai akibat adanya informasi baru tersebut. Investasi saham diketahui sebagai investasi yang memiliki risiko tinggi dan juga memiliki kompleksitas dalam penerapannya sehingga dalam melakukan keputusan investasi pada saham dibutuhkan kemampuan dan pengetahuan yang cukup untuk berhasil dalam investasi saham, tetapi faktualnya adalah pada saat ini tingkat literasi keuangan para investor masih rendah sehingga hal ini menunjukkan hal yang kontradiktif apakah benar masyarakat melakukan keputusan investasi saham dikarenakan sadar akan pentingnya investasi dan memiliki pemahaman yang cukup dalam kompleksitas investasi pada saham atau hanya mengikuti tren investasi saham pada saat ini (*herding*). Shiller (2000) menyatakan dalam pasar modal sebagian besar investor melakukan perilaku spekulatif. Hal ini ditandai dengan terjadinya bubble burst pada bursa saham Amerika yang disebabkan karena perilaku irasional yang menyebabkan investor mengalami kegagalan investasi.

Dalam menanggapi keadaan faktual dan keadaan ideal yang seharusnya terjadi diperlukan kajian ilmiah mengenai hal ini, dimana dalam perilaku investasi terdapat beberapa teori yang dapat dipakai untuk menjadi acuan dalam memahami mekanisme tersebut. Gap penelitian dalam penelitian ini terbentuk dengan berdasarkan pada teori keuangan tradisional dan juga teori perilaku keuangan dimana kedua teori ini memberikan bagaimana keadaan ideal yang seharusnya terjadi serta bagaimana keadaan faktua atau kenyataan yang ada dengan berdasarkan pada teori tersebut. Selain itu gap penelitian dalam penelitian ini mencakup behavioural factors yang masih jarang

diperhatikan oleh investor dalam mengambil keputusan investasi dengan berdasarkan pada fenomena dan anomali yang ada di pasar saham.

Membahas mengenai perilaku investasi maka teori yang sering digunakan dalam dunia investasi yaitu teori keuangan tradisional yaitu *modern portfolio theory*, *capital asset pricing model*, dan *efficient market hypothesis*. Markowitz (1952) menyatakan dalam berinvestasi investor perlu melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko yang terdapat dalam investasi tersebut, investor diharapkan dapat membobotkan tingkat pengembalian (*expected return*) dan risiko (*variance*) dengan bobot yang sama. Dalam teori tersebut disimpulkan bahwa investor dalam kaitannya dengan investasi saham diasumsikan rasional dalam perilaku investasinya.

Modern portfolio theory ini juga didukung dengan teori keuangan tradisional lain yaitu *capital asset pricing model*, dimana Sharpe dan Sharpet (1964) menyatakan bahwa CAPM merupakan hubungan antara return dan risiko saham, dalam berinvestasi saham terdapat risiko sistematis dan risiko tidak sistematis, dimana risiko sistematis dapat dihilangkan dengan aturan-aturan rasional seperti diversifikasi, tetapi dalam pasar terdapat risiko yang tidak bisa dihilangkan yaitu risiko pasar itu sendiri. CAPM merupakan valuasi terhadap saham apakah saham tersebut layak di investasikan atau tidak dan apakah portofolio yang dipegang merupakan portofolio yang optimal atau tidak, asumsi yang mendasari CAPM yaitu investor bersifat *price taker*, rasional, tidak ada pajak dan biaya transaksi serta informasi tersedia seluruhnya di pasar.

Teori keuangan tradisional ini kemudian disempurkan oleh *efficient market hypothesis*, Fama (1953) dalam EMH dinyatakan bahwa harga saham merefleksikann semua informasi yang ada di pasar, dimana suatu saham sangat dipengaruhi oleh suatu informasi. Dalam EMH pasar diasumsikan efisien karena harga yang tercermin dipasar merupakan refleksi dari semua informasi yang ada, sehingga investor tidak dimungkinkan mendapatkan abnormal return karena seluruh investor mempunyai akses terhadap informasi seperti fundamental maupun *insider information*, investor diasumsikan rasional dan

tidak dapat mengalahkan pasar karena ketepatan dan kecepatan informasi yang ada merefleksikan harga yang tercermin sehingga seluruh investor mendapatkan informasi pada waktu yang bersamaan.

Dalam pemaparan diatas diketahui bahwa pasar saham berjalan dengan efisien dan investor berperilaku secara rasional. Tetapi kondisi ideal tersebut pada implikasinya tidaklah sepenuhnya relevan, hal ini dikarena dalam melakukan keputusan investasi investor melibatkan faktor emosi dalam keputusan yang diambil karena berinvestasi pada saham dibawah ketidakpastian, selain itu pada kenyataannya kondisi pasar saham sangat fluktuatif dan kondisi anomali pasar seperti, abnormal return, overreaction maupun undereaction terhadap suatu saham seringkali terjadi. Selain itu jika dilihat dari data literasi keuangan terjadi kontradiktif, pasar saham merupakan investasi yang sangat kompleks yang mana diperlukan pemahaman mengenai mekanisme investasi seperti konstruk perhitungan return dan risiko, masyarakat Indoensia memiliki literasi keuangan relatif rendah dibandingkan negara lainnya, sedangkan pada saat ini mayoritas invetsor saham ada pada usia muda seperti generasi milenial dan juga gen Z, hal ini kontradiktif seharusnya seseorang jika merasa tidak memliki literasi yang cukup baik untuk berinvestasi saham maka dia akan menunda investasi tersebut. Fenomoena tersebut menimbulkan pertanyaan bagaimana perilaku investor dalam berinvestasi saham dan apa saja faktor-faktor yang mempengaruhi investasi dalam pengambilan keputusan investasi.

Dalam mengidentifikasi fenomena dan anomali yang terjadi di pasar saham, berkembanglah suatu teori yang mempelajari perilaku pengambilan keputusan investor yaitu *prospect theory* dan *behavioural finance theory*, kedua teori tersebut mengidentifikasi perikaku investor dalam pasar saham dimana investor dalam mengambil keputusan investasi dipengaruhi oleh aspek emosi dan psikologi. Investor dalam kenyataanya tidak bisa lepas dari faktor psikologi yang ada pada diri investor hal tersebut melekat dalam diri seseorang sehingga keputusan yang diambil melibatkan suatu emosi. Asumsi yang menjadi landasan dalam kedua teori tersebut tidak hanya melibatkan aspek

ekonomi tetapi juga aspek psikologi, dimana dalam psikologi mempelajari dasar bagaimana seseorang berperilaku yang dipengaruhi faktor-faktor kognisi dan emosi, sehingga penelitian ini menggunakan *prospect theory* dan *behavioural finance theory* untuk mengidentifikasi perilaku investor.

Dalam kedua teori tersebut diasumsikan bahwa investor tidaklah rasional melainkan investor adalah normal dan juga pasar saham tidaklah efisien dikarenakan investor dalam berperilaku cenderung bias dan juga adanya keterbatasan informasi membuat investor dalam pengambilan keputusan berada dibawah tekanan sehingga keputusan eror dan irasional seringkali terjadi dalam penerapan investasi saham yang dilakukan. *Prospect theory* dikemukakan oleh Tversky dan Kahneman (1979) menyatakan bahwa seseorang mengambil keputusan bergantung pada kerangka pemikiran yang dibingkai (*framing*) dimana investor dalam menilai suatu keuntungan dan kerugian tidaklah sama tetapi investor membobotkan nilai dari suatu kerugian lebih besar dari nilai keuntungannya. hal tersebut dipengaruhi oleh bias yang ada dalam diri seseorang, ekspektasi yang dimiliki seseorang menjadi acuan penting dalam hal ini dikarenakan investor dalam pengambilan keputusan investasi dipengaruhi oleh faktor emosi. Hal tersebut berimplikasi pada pengambilan keputusan investasi, dimana banyak sekali investor yang tidak dapat mengontrol emosi sehingga pengambilan keputusan investasi tidak terarah. Dalam kenyataannya banyak sekali investor yang melakukan *cut loss* ataupun terkena *disposition effect* (efek disposisi) hal tersebut dikarenakan mereka tidak memiliki tingkat kapasitas dan juga toleransi risiko dalam investasi sehingga pengambilan keputusan yang dilakukan eror.

Fenomena perilaku investor dapat dinilai dari beberapa aspek seperti anomali fundamental, anomali teknikal, dan juga anomali waktu. Pompian (2011) menyatakan fundamental laporan keuangan merupakan hal mendasar dan efektif dalam proses investasi saham, tetapi dalam kenyataannya miskonsepsi dalam menilai pertumbuhan perusahaan sering terjadi serta meremehkan nilai sebenarnya dari suatu saham tersebut. Dalam menilai suatu saham suatu rasio seperti *price to book value* sering digunakan sebagai acuan

valuasi saham, Fama (1953) pada rentang tahun 1963-1990 melakukan sebuah studi mempertimbangkan seluruh saham yang ada di NYSE dan Nasdaq, dimana saham-saham tersebut dibagi menjadi 10 kelompok berdasarkan nilai bukunya dan diurutkan setiap tahun, dalam hasil penelitian tersebut diketahui bahwa 21,4% perusahaan dengan nilai P/B terendah mampu mengungguli perusahaan dengan nilai P/B tertinggi. Hal tersebut juga sejalan dengan penelitian Pompian (2011) selama 25 tahun yang berakhir pada 1994 ditemukan bahwa 20% saham dengan P/B terendah mampu mengungguli pasar saham secara keseluruhan. Hal ini menjadi anomali dari analisis fundamental yang ada, dalam manajemen investasi diketahui cara paling efektif dalam melakukan investasi saham yaitu dengan melakukan analisis fundamental dengan mengestimasi rasio dan nilai dari laporan keuangan yang ada, *price book to value* merupakan salah satu cara untuk mengestimasi valuasi saham yang diketahui efektif dan merupakan aturan yang rasional. Tetapi dalam kenyataannya investor melakukan miskonsepsi terhadap analisis fundamental sehingga P/B rendah bisa mengungguli pasar disebabkan karena perilaku tidak rasional investor.

Pompian (2011) menyatakan bahwa analisis teknikal merupakan analisis yang cocok digunakan dalam melihat tren arah suatu perusahaan tetapi banyak investor salah dalam menggunakan analisis teknikal tersebut dengan mempercayai bahwa harga masa lalu akan kembali terulang dengan melihat berdasarkan pada teknikal yang ada, analisis teknikal berfokus pada rata-rata harga bergerak, volume perdagangan, *support*, dan *resistance*. Banyak investor mendasari keputusan investasi berdasarkan analisis teknikal hal ini tentu irasional, dimana keputusan investasi dilakukan setelah mengetahui nilai sebenarnya suatu saham, tidak dengan berdasarkan grafik yang ada karena informasi di pasar saham sering berubah secara cepat. Shefrin dan Startman (1994) anomali teknikal yang ada disebabkan karena investor terkena heursitik dengan melakukan pengambilan keputusan secara praktis.

Pompian (2011) menyatakan anomali kalender di NYSE selama 25 tahun saham – saham yang ada di bursa pada bulan Januari akan cenderung

naik dibandingkan pada bulan Desember hal ini dikarenakan bias dimana investor menganggap setelah penjualan akhir tahun maka saham akan naik sehingga mereka melakukan eksploitasi pembelian pada bulan Desember, anomali tersebut dikenal sebagai “*January Effect*” dimana seharusnya dalam teori arbitrase, anomali akan menghilang dengan adanya eksploitasi pembelian tetapi pada kenyataannya hal tersebut tidak dapat dihilangkan karena dalam pasar investor mempunyai keterbatasan dalam mengeskapes informasi sehingga keputusan yang dilakukan menjadi bias.

Dalam dunia investasi keuntungan dan kerugian merupakan kedua hal yang tidak bisa dipisahkan, keuntungan yang diperoleh tidak terlepas dari adanya potensi kerugian dari investasi tersebut. Dalam melakukan keputusan investasi diperlukan kesadaran dan penerimaan dari potensi risiko yang pasti ada. Menurut Awais et al., (2016) toleransi risiko keuangan adalah elemen psikologis pengambilan keputusan dibawah ketidakpastian risiko yang perlu diambil investor dalam berinvestasi untuk memperoleh hasil yang diinginkan. Toleransi risiko merupakan faktor yang tidak bisa dilepaskan dalam keputusan investasi, ketersediaan penerimaan risiko dapat membuat keputusan investasi lebih terstruktur dan sistematis. Rahman et al., (2020) menyatakan *financial risk tolerance* berhubungan dengan proses perencanaan keuangan untuk mencapai tujuan investasi. Dalam hal ini *financial risk tolerance* memegang peranan penting dalam keberlangsungan investasi yang dijalankan, dengan adanya faktor toleransi risiko keuangan maka investor dapat menjalankan investasi sesuai dengan strategi investasi masing-masing investor.

Teori prospek menjadi landasan salah satu landasan dari terbentuknya *behavioural finance theory*. Tversky dan Kahneman (1987) menyatakan bahwa seseorang dalam mengambil keputusan dibawah ketidakpastian dipengaruhi oleh bias kognisi dan bias emosi. Bias kognisi disebabkan karena eror dalam tata cara berpikir sehingga keputusannya tidak didasarkan atas dasar rasionalitas sehingga menimbulkan perilaku yang irasional, hal ini menyebabkan kinerja investasi dari investor tidak memuaskan. Bias emosi merupakan bias yang mempengaruhi pengambilan keputusan seseorang, bias

emosi menekankan seseorang untuk bertindak intuitif dibandingkan objektivitas sehingga seseorang yang dipengaruhi oleh bias emosi ini cenderung untuk mengabaikan risiko yang ada dan hanya mempercayai intuisinya saja. *Behavioural finance theory* mengasumsikan bahwa investor adalah normal sehingga wajar jika seseorang melakukan kesalahan dalam pengambilan keputusan karena aspek psikologi tidak bisa dihilangkan dalam diri seseorang sehingga keputusan-keputusan yang irasional tersebut berdampak pada berjalannya pasar saham. Pompian (2011) menyatakan terdapat jenis bias kognitif dan bias emosi dalam *behavioural finance theory* seperti *mental accounting, anchoring, loss aversion, status quo, regret aversion bias, illusion of control, conservatism bias, availability, representativeness, self-attribution bias, confirmation bias, overconfidence, affinity bias, dan optimism bias*.

Dalam era digital pada saat ini *tools* untuk berinvestasi saham berkembang dan berbasis pada teknologi, hal itu memberikan manfaat untuk banyak orang termasuk juga para investor saham, tetapi kemudahan *tools* investasi dan berkembangnya teknologi membuat akses menjadi mudah tersedia, faktor tersebut juga dapat berimplikasi menjadi bias, dalam *behavioural finance theory* terdapat bias ketersediaan (*availability bias*) dimana investor dalam melakukan keputusan investasi hanya terpaku pada informasi yang disediakan tanpa melakukan *research* lebih lanjut yang menyebabkan keputusan investasi menjadi bias, selain itu investor juga cenderung berinvestasi dengan tergesa-gesa dikarenakan bias tersebut yang menyebabkan keputusan investasi tidak maksimal. Pompian (2011) menyatakan bahwa *availability bias* memberikan dampak buruk untuk kinerja investasi karena *availability bias* memberikan risiko kegagalan yang sangat tinggi dalam kinerja investasi.

Selain bias kognitif seperti *availability bias*, bias emosional juga seringkali dialami investor dalam membuat keputusan investasi, fakta tentang bahwa tingkat literasi pasar modal Indonesia menjadi acuan bahwa apakah para investor di BEI terlalu percaya diri untuk melakukan investasi pada saham.

Adiputra (2021) menyatakan mayoritas investor di BEI cenderung memiliki *overconfidence* dalam keputusan investasi yang dilakukan, hal ini dikarenakan mayoritas investor merupakan generasi millennial. Bias terlalu percaya diri dapat menyebabkan eror dalam pengambilan keputusan yang dilakukan hal ini dikarenakan seseorang yang memiliki *overconfidence* mengabaikan fakta-fakta relevan yang ada di pasar. De Bondt dan Thaler (1985) Anomali dalam pasar saham disebabkan karena investor *overconfidence* lebih banyak dibandingkan investor rasional, hal ini biasa dibilang dengan "*Noise trader*". *Overconfidence* memberikan kinerja buruk untuk investasi karena investor yang memiliki *overconfidence* bias akan berdagang aktif tanpa memikirkan risiko yang ada, Selain itu faktor fenomena dan anomali dalam bursa juga didasarkan atas dasar sentimen investor. Barberis et al., (1998) sentimen investor membuat harga bergerak jauh dari nilai fundamentalnya.

Keputusan investasi yang dilakukan investor tidaklah terlepas dari masa lalu, dalam kenyataannya investor sering kali mengkaitkan kejadian masa lalu dengan masalah yang ada pada saat ini berikut juga dengan solusi yang diimplikasikan dalam pemecahan masalah tersebut, selain itu investor juga memiliki stereotipe dalam melakukan keputusan investasi hal ini disebut sebagai *representativeness bias*, Adiputra (2021) menyatakan bahwa bias keterwakilan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Hal ini didasarkan atas kesalahan berpikir para investor, dimana dalam pasar saham yang dinamis tidak bisa selalu dikaitkan dengan kejadian masa lalu beserta dengan solusinya, hal ini membuat keputusan investasi yang diambil menjadi keliru dan menyebabkan portofolio investasi menjadi buruk. Tversky dan Kahneman (1987) menyatakan *representativeness bias* merupakan distorsi dalam pengambilan keputusan investasi. Investor yang pengambilan keputusannya dipengaruhi oleh bias keterwakilan ini terkena heuristik atau aturan yang terus berulang-ulang sehingga berdampak pada tidak berkembangnya portofolio investasi yang dimiliki.

Berdasarkan pemaparan latar belakang masalah, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian terhadap topik *investment decisions* generasi

milenial di pasar saham dimana peneliti mengambil beberapa faktor yang kiranya berpengaruh terhadap *investment decision*. Maka peneliti tertarik untuk memberikan kontribusi penelitian khususnya dengan subjek penelitian generasi milenial di Jabodetabek dengan judul.” ***Financial Risk Tolerance, Availability Bias, Overconfidence Bias, dan Representativeness Bias terhadap Investment Decision di pasar saham pada Generasi Millennial di Jabodetabek.***”

2. Identifikasi Masalah

Dalam penelitian sebelumnya mengenai keputusan investasi ditemukan hasil penelitian yang saling kontradiktif. Oleh karena itu, berdasarkan pada beberapa penelitian terdahulu, fenomena keputusan investasi menarik untuk diteliti, khususnya pada generasi milenial di Jabodetabek. Berdasarkan pada uraian later belakang dan hasil penelitian terdahulu yang kontradiktif, maka identifikasi masalah penelitian ini adalah:

- a. Pengaruh *Financial Risk Tolerance* terhadap *Investment Decision*
- b. Pengaruh *Availability Bias* terhadap *Investment Decision*
- c. Pengaruh *Overconfidence Bias* terhadap *Investment Decision*
- d. Pengaruh *Representativeness Bias* terhadap *Investment Decision*.
- e. Pengaruh *mental accounting* terhadap *Investment Decision*.
- f. Pengaruh *Self attribution bias* terhadap *Investment Decision*.
- g. Pengaruh *Confirmation bias* terhadap *Investment Decision*.
- h. Pengaruh *Anchoring Bias* terhadap *Investment Decision*.
- i. Pengaruh *Illusion Of Control* terhadap *Investment Decision*.
- j. Pengaruh *Excessive Optimism* terhadap *Invetsment Decision*.
- k. Pengaruh *Financial Literacy* terhadap *Investment Decision*.

3. Batasan Masalah

Mengingat luasnya ruang lingkup penelitian dan adanya keterbatasan waktu, maka akan dilakukan pembatasan masalah dalam penelitian ini, Berdasarkan uraian yang terdapat pada identifikasi masalah, maka pembatasan masalah yang ada yaitu sebagai berikut:

- a. Subjek penelitian yang digunakan dibatasi hanya pada generasi millennial yang berdomisili di Jabodetabek. Pembatasan subjek dan wilayah penelitian bertujuan agar pengumpulan data lebih efektif dan efisien dari segi waktu, tenaga, dan biaya.
- b. Terdapat empat variabel independen yaitu *financial risk tolerance*, *Availability Bias*, *Overconfidence bias*, dan *Representativeness bias* dan satu variabel dependen yaitu *investment decision*.

4. Rumusan Masalah

Berdasarkan pada batasan masalah yang telah dijelaskan mengenai pengaruh *financial risk tolerance*, *Availability Bias*, *overconfidence bias*, dan *representativeness bias* terhadap *investment decision*, maka perumusan masalah yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Apakah terdapat pengaruh *Financial Risk Tolerance* terhadap *Investment Decision*?
- b. Apakah terdapat pengaruh *Availability Bias* terhadap *Investment Decision*?
- c. Apakah terdapat pengaruh *Overconfidence Bias* terhadap *Investment Decision*?
- d. Apakah terdapat pengaruh *Representativeness Bias* terhadap *Investment Decision*?

B. Tujuan dan Manfaat

1. Tujuan

Berdasarkan pada rumusan masalah yang telah dirumuskan mengenai pengaruh *Financial Risk Tolerance*, *Availability Bias*, *Overconfidence Bias*, dan *Representativeness Bias* terhadap *Investment Decision*. Maka tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Untuk mengetahui secara empiris pengaruh *Financial Risk Tolerance* terhadap *Investment Decision*.
- b. Untuk mengetahui secara empiris pengaruh *Availability Bias* terhadap *Investment Decision*.

- c. Untuk mengetahui secara empiris pengaruh *Overconfidence Bias* terhadap *Investment Decision*.
- d. Untuk mengetahui secara empiris pengaruh *Representativeness Bias* terhadap *Investment Decision*.

2. Manfaat

Adapun manfaat yang ingin dicapai peneliti dalam penelitian ini, yaitu:

a. Manfaat Teoritis

Memberikan kontribusi akan pengembangan teori dan ilmu manajemen, khususnya dalam topik keputusan investasi yang dianalisis dari pandangan *behavioural finance*.

b. Manfaat Praktis

Penelitian ini juga diharapkan mampu memberikan masukan akan pentingnya toleransi risiko keuangan dalam keputusan berinvestasi agar risiko yang ada dapat diminimalisir serta lebih mampu mengontrol suatu emosi agar kinerja investasi yang dihasilkan menjadi lebih baik, selain itu penelitian ini diharapkan memberikan gambaran dan saran bagi peneliti selanjutnya dalam mengambil faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku investor di pasar saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiputra, I. G. (2021). The Influence of Overconfidence , Representative Bias , and Risk Tolerance in Investment Decision Making : Evidence on Stock Investors in Indonesia 的证据. *Journal of Hunan University (Natural Science)*, 48(April), 195–205.
- Ahmad, M. (2021). *The Role of Heuristic-Driven Biases in Investment Management Activities and Perceived Market Efficiency : Evidence from an Emerging Country (Doctoral Dissertation)*. April.
- 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>
- Ahmad, M., Wu, Q., & Abbass, Y. (2022). Probing the impact of recognition-based heuristic biases on investment decision-making and performance. *Kybernetes*. <https://doi.org/10.1108/K-01-2022-0112>
- Alkhars, M., Evangelopoulos, N., Pavur, R., & Kulkarni, S. (2019). Cognitive biases resulting from the representativeness heuristic in operations management: An experimental investigation. *Psychology Research and Behavior Management*, 12, 263–276. <https://doi.org/10.2147/PRBM.S193092>
- Awais, M., Laber, M. F., Rasheed, N., & Khursheed, A. (2016). Impact of Financial Literacy and Investment Experience on Risk Tolerance and Investment Decisions. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 73–79.
- Ayu Wulandari, D., & Iramani. (2014). Studi Experienced Regret, Risk Tolerance, Overconfidance Dan Risk Perception Pada Pengambilan

- Keputusan Investasi. *Journal of Business and Banking*, 4(1), 55.
<https://doi.org/10.14414/jbb.v4i1.293>
- Badshah, W., Irshad, S., & Hakam, U. (2016). Effect of Representativeness Bias on Investment Decision Making. *Management and Administrative Sciences Review*, 5(1), 26–30. <https://www.researchgate.net/publication/328996161>
- Bakar, S., & Yi, A. N. C. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 35(October 2015), 319–328. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(16\)00040-x](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(16)00040-x)
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Barber, Brad M. / Odean, Terrance (2001): Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261–292. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307–343.
[https://doi.org/10.1016/s0304-405x\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/s0304-405x(98)00027-0)
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2005). A model of investor sentiment. *Advances in Behavioral Finance*, 2, 423–459.
<https://doi.org/10.1093/0198292279.003.0005>
- Baruah, M., & Parikh, A. K. kumar. (2018). Impact of Risk Tolerance and Demographic Factors on Financial Investment Decision. *GIS Business*, 13(5), 31–40. <https://doi.org/10.26643/gis.v13i5.3270>
- Candy, C., & Vincent, K. (2021). Analisis Pengaruh Behavioural Finance Terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Investor di Kepulauan Riau. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah)*, 4(2), 864–873.
<https://doi.org/10.36778/jesya.v4i2.403>
- Chavali, K., & Mohanraj, M. P. (2016). Impact of demographic variables and risk tolerance on investment decisions: An empirical analysis. *International*

Journal of Economics and Financial Issues, 6(1), 169–175.

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>

DeBondt, W., Forbes, W., Hamalainen, P., & Gulnur Muradoglu, Y. (2010). What can behavioural finance teach us about finance? *Qualitative Research in Financial Markets*, 2(1), 29–36. <https://doi.org/10.1108/17554171011042371>

Fama, E. F. (1953). Efficient Market Hypothesis. *Wiley Library Online*, 45(2), 216–226. [https://doi.org/10.1016/0002-8703\(53\)90182-3](https://doi.org/10.1016/0002-8703(53)90182-3)

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>

Hair, J., Black, W., Babin, B., & Anderson, R. (2011). (2011). on Multivariate Data Analysis Joseph F . Hair Jr . William C . Black Eight Edition. In *International Journal of Multivariate Data Analysis* (Vol. 1, Issue 2).

Isidore, R. R., & Christie, P. (2019). The impact of behavioral biases on investors' decision-making tools in the secondary equity market: A Pearson correlation analysis. *Journal of Wealth Management*, 22(2), 21–29. <https://doi.org/10.3905/jwm.2019.22.2.021>

Jain, N., & Kesari, B. (2020). Psychological bias and financial risk tolerance of mutual fund investors—a systematic literature review. *Elementary Education Online*, 19(3), 1886–1897. <https://doi.org/10.17051/ilkonline.2020.03.735344>

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>

- 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>
- Kuzniak, S., Rabbani, A., Heo, W., Ruiz-Menjivar, J., & Grable, J. E. (2015). The Grable and Lytton risk-tolerance scale: A 15-year retrospective. *Financial Services Review*, 24(2), 177–192. <https://njaes.rutgers.edu/money/riskquiz/>
- Mamun, A., Syeed, A., & Yasmeen, F. (2015). Journal of Economic & Financial Studies Are investors rational , irrational or normal ? *Journal of Economic & Financial Studies*, 03(04), 1–15. <https://journalofeconomics.org/index.php/site/article/view/161>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Metawa, N., Hassan, M. K., Metawa, S., & Safa, M. F. (2019). Impact of behavioral factors on investors' financial decisions: case of the Egyptian stock market. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 12(1), 30–55. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2017-0333>
- Nassaji, H. (2015). Qualitative and descriptive research: Data type versus data analysis. *Language Teaching Research*, 19(2), 129–132. <https://doi.org/10.1177/1362168815572747>
- Pompian, M. M. (2011). Behavioral finance and wealth management: How to build investment strategies that account for investor biases. *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*, 1–324. <https://doi.org/10.1002/9781119202400>
- Raheja, S., & Dhiman, B. (2020). How do emotional intelligence and behavioral biases of investors determine their investment decisions? *Rajagiri Management Journal*, 14(1), 35–47. <https://doi.org/10.1108/ramj-12-2019->

- Rahman, M., Albaity, M., & Isa, C. R. (2020). Behavioural propensities and financial risk tolerance: the moderating effect of ethnicity. *International Journal of Emerging Markets*, 15(4), 728–745.
<https://doi.org/10.1108/IJOEM-01-2018-0024>
- Ramu, M., Hyamavathi, & SaiManideep, A. (2021). Analysing the Effect of Financial Risk Perception, Risk Tolerance on Investment Behaviour: An Empirical Analysis. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(3), 5511–5516.
<https://doi.org/10.17762/turcomat.v12i3.2214>
- Roszkowski, M. J., & Grable, J. (2005). Estimating risk tolerance: The degree of accuracy and the paramorphic representations of the estimate. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 16(2), 29–47.
- Rushdi, N. J., & Sushma. (2019). Establishing AN Association between Risk Tolerance and Behavioral Biases among Indian Investors. *International Journal of Engineering and Advanced Technology*, 9(2), 1378–1382.
<https://doi.org/10.35940/ijeat.b2637.129219>
- Shah, S. Z. A., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85–110. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2017-0033>
- Shantha, B., & Ram, V. S. (2019). Does availability bias have influence on FMCG investors? An empirical study on cognitive dissonance, rational behaviour and mental accounting bias. *International Journal of Financial Research*, 10(4), 68–83. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n4p68>
- Sharpe, W. F., & Sharpet, W. F. (1964). American Finance Association Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk The journal o f FINANCE CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF

MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK*. *Source: The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

<http://www.jstor.org/stable/2977928><http://www.jstor.org/><http://www.jstor.org/action/showPublisher?publisherCode=black><http://www.jstor.org>

Shefrin, H. (2009). Behavioralizing finance. *Foundations and Trends in Finance*, 4(1–2), 1–184. <https://doi.org/10.1561/05000000030>

Shefrin, H., & Statman, M. (1994). Behavioral Capital Asset Pricing Theory. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 323. <https://doi.org/10.2307/2331334>

Shiller, R. (2000). *Measuring bubble expectations and investor confidence RJ Shiller - The Journal of Psychology and Financial Markets, 2000 - Taylor & Francis.pdf*. 49–60.

Shiundu, M. V. (2009). A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE. *University of Nairobi*, 4(4), 92–102.

Sudaryanti, D., & Bastomi, M. (2022). *The Bigger is the Better : Investor Heuristics Bias during Covid-19 Pandemic in Indonesia Stock Exchange*. 4(1), 478–486. <https://doi.org/10.35629/5252-0401478486>

Tversky, A., & Kahneman, D. (1979). Prospect Theory. *Jstor*, 3(September), 1–47.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1987). *Kahneman & tversky: judgement under uncertainty*. 185(4157), 1124–1131.

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 Cenés*, 41(73), 61–82. <https://doi.org/10.19053/01203053.v41.n73.2022.13025>

- Widjaja, I. (2011). Dampak Ukuran Degree of Financial Leverage, Sales Growth, Dan Size Growth Terhadap Return Harga Saham. In *Media Riset Bisnis & Manajemen* (Vol. 11, Issue 2, pp. 126–139).
<https://doi.org/10.25105/mrbm.v11i2.1098>
- Widjaja, I., Arifin, A. Z., & Setini, M. (2020). The effects of financial literacy and subjective norms on saving behavior. *Management Science Letters*, *10*(15), 3635–3642. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2020.6.030>
- Widyastuti, U., Febrian, E., Sutisna, S., & Fitrijanti, T. (2021). Market discipline in the behavioral finance perspective: a case of Sharia mutual funds in Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *13*(1), 114–140. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2020-0194>
- Zaiane, S., & Abaoub, E. (2010). *Investors Overconfidence : A survey on the Tunisian Stock Market*. 1–28.