

Pengaruh *Overconfidence* dan *Herding Behavior* terhadap Keputusan Investasi dengan *Investment Performance* sebagai Variabel Moderasi pada Investor Ritel di Makassar

Nurhasana^{1*}, Fauzia Bakhtiar², Miftah Farild³, Rusnawati⁴, Rusdi Raprayoga⁵

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Alauddin Makassar, Gowa, Indonesia^{1,2,3,4,5}

*Email Korespodensi: hasananur923@gmail.com

Diterima: 12-10-2026 | Disetujui: 14-10-2026 | Diterbitkan: 22-10-2026

ABSTRACT

The growing number of retail investors in the Indonesian capital market has not always been accompanied by rational investment decisions because of behavioral biases, particularly overconfidence and herding behavior. This study analyzes the effect of overconfidence and herding behavior on investment decisions and tests the role of investment performance as a moderating variable among retail investors in Makassar. A quantitative approach with an explanatory research design was used. Primary data were collected through an online questionnaire distributed to 200 retail investors selected by purposive sampling, and analyzed using Structural Equation Modeling-Partial Least Squares (SEM-PLS) with SmartPLS 4. The results show that overconfidence and herding behavior have a positive and significant effect on investment decisions. Investment performance significantly moderates both relationships, but in opposite directions: it weakens the effect of overconfidence and strengthens the effect of herding behavior. These findings indicate that past investment outcomes act as a self-evaluation mechanism that restrains excessive confidence, while at the same time increasing investors' tendency to follow the majority. This study enriches the behavioral finance literature and offers implications for investors, securities firms, and capital market regulators.

Keywords: *Overconfidence; Herding Behavior; Investment Performance; Investment Decision; Retail Investors.*

ABSTRAK

Pertumbuhan jumlah investor ritel di pasar modal Indonesia tidak selalu diikuti oleh keputusan investasi yang rasional karena adanya bias perilaku, terutama *overconfidence* dan *herding behavior*. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *overconfidence* dan *herding behavior* terhadap keputusan investasi serta menguji peran *investment performance* sebagai variabel moderasi pada investor ritel di Makassar. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis *explanatory research*. Data primer dikumpulkan melalui kuesioner daring kepada 200 investor ritel yang dipilih dengan teknik *purposive sampling*, kemudian dianalisis menggunakan *Structural Equation Modeling-Partial Least Squares* (SEM-PLS) dengan bantuan SmartPLS 4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *overconfidence* dan *herding behavior* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. *Investment performance* memoderasi kedua hubungan tersebut secara signifikan, tetapi dengan arah yang berbeda: memperlemah pengaruh *overconfidence* dan memperkuat pengaruh *herding behavior*. Temuan ini menunjukkan bahwa kinerja investasi sebelumnya berfungsi sebagai mekanisme evaluasi diri yang menahan keyakinan berlebih, tetapi justru meningkatkan kecenderungan mengikuti mayoritas. Penelitian ini memperkaya kajian *behavioral finance* dan memberikan implikasi bagi investor, perusahaan sekuritas, dan regulator pasar modal.

Katakunci: *Overconfidence; Herding Behavior; Investment Performance; Keputusan Investasi; Investor Ritel.*

PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir berkembang pesat, ditandai dengan bertambahnya jumlah investor ritel dari tahun ke tahun. Kemudahan akses melalui *platform* investasi digital dan meningkatnya literasi keuangan mendorong masyarakat, terutama generasi muda, untuk berpartisipasi aktif dalam investasi saham (Wulandari et al., 2025). Berdasarkan data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) pada Tabel 1, jumlah investor pasar modal naik dari 3,8 juta orang pada 2020 menjadi 14,8 juta orang pada 2024.

Tabel 1. Perkembangan Jumlah Investor Pasar Modal Indonesia (2020–2024)

Tahun	Jumlah Investor (Juta Orang)	Pertumbuhan (%)
2020	3,8	-
2021	7,4	94,74
2022	10,3	39,19
2023	12,1	17,48
2024	14,8	22,31

(Sumber: Kustodian Sentral Efek Indonesia [KSEI], 2020–2024)

Pertumbuhan tertinggi terjadi pada 2021 sebesar 94,74%, dan pertumbuhan tetap berlanjut dengan persentase yang lebih moderat pada tahun-tahun berikutnya. Kondisi ini menunjukkan semakin luasnya partisipasi investor ritel, tetapi juga menimbulkan tantangan terhadap kualitas pengambilan keputusan investasi. Keputusan investasi yang baik idealnya diambil melalui proses yang rasional dan terstruktur, yaitu dengan menetapkan tujuan dan jangka waktu investasi, memahami profil risiko, menganalisis instrumen secara fundamental maupun teknikal, serta menggunakan informasi yang relevan dan dapat dipercaya tanpa mudah terpengaruh oleh emosi, rumor, atau tren pasar. Diversifikasi portofolio dan evaluasi kinerja secara berkala juga diperlukan agar keputusan tetap sejalan dengan tujuan investasi dan kondisi pasar (Mudunuri et al., 2024).

Investor ritel dipilih sebagai objek penelitian karena perannya yang semakin dominan seiring meningkatnya aktivitas transaksi melalui *platform* investasi digital (Danila et al., 2019). Berbeda dengan investor institusional, investor ritel, khususnya Generasi Z dan Milenial, memiliki keterbatasan pengalaman, sumber daya analisis, dan akses terhadap informasi yang komprehensif sehingga lebih mudah dipengaruhi faktor psikologis. Generasi Z umumnya mempertimbangkan tren pasar, rekomendasi media sosial, dan potensi keuntungan jangka pendek, sedangkan Generasi Milenial cenderung memperhatikan potensi *return* jangka panjang, tingkat risiko, dan kemudahan akses melalui aplikasi (Baihaqqy & Sugiyanto, 2020). Dalam perspektif *behavioral finance*, kondisi tersebut menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak hanya didasarkan pada pertimbangan rasional, tetapi juga dipengaruhi bias perilaku, khususnya *overconfidence* dan *herding behavior* (Rosdiana, 2020).

Teori keuangan perilaku muncul sebagai kritik terhadap asumsi rasionalitas dalam *efficient market hypothesis*, yang memandang investor selalu rasional, memiliki informasi sempurna, dan mampu mengambil keputusan yang optimal. Menurut Thaler (1999), dalam praktiknya investor sering keliru menilai informasi, memiliki bias persepsi, dan memutuskan berdasarkan faktor subjektif yang tidak dapat dijelaskan oleh pendekatan keuangan tradisional. Kahneman dan Tversky (1979) melalui *prospect theory* menunjukkan bahwa pilihan di bawah risiko menyimpang secara sistematis dari prediksi teori utilitas

harapan. Dalam kerangka ini, keputusan investasi merupakan kombinasi pertimbangan rasional dan aspek psikologis yang bekerja secara simultan (Halder & Milan, 2024), sehingga pemahaman terhadap bias perilaku penting untuk menjelaskan mengapa keputusan yang sama dapat menghasilkan hasil yang berbeda pada investor yang berbeda.

Bias perilaku adalah kecenderungan sistematis individu mengambil keputusan yang tidak sepenuhnya rasional karena dipengaruhi cara berpikir, persepsi, dan emosi sehingga penilaian menyimpang dari pertimbangan yang objektif (Sari, 2023). Selain *overconfidence* dan *herding behavior*, bias yang sering dibahas pada investor ritel meliputi *loss aversion* (lebih mengutamakan penghindaran kerugian daripada perolehan keuntungan), *anchoring* (terpaku pada informasi awal seperti harga beli saham), *confirmation bias* (hanya mencari dan menafsirkan informasi yang mendukung keyakinan sendiri) (Chao, 2024), dan *availability bias* (bergantung pada informasi yang paling mudah diakses atau paling viral). Penelitian ini memusatkan perhatian pada *overconfidence* dan *herding behavior* karena keduanya merupakan bentuk bias yang paling relevan bagi investor ritel di Indonesia, mengingat arus informasi yang cepat dan interaksi sosial yang intens pada pasar modal saat ini berpotensi memperkuat kedua bias tersebut.

Overconfidence adalah kecenderungan investor memiliki keyakinan berlebih terhadap kemampuan, pengetahuan, dan ketepatan penilaiannya sehingga mengabaikan risiko dan informasi yang bertentangan dengan keyakinannya (Sudirman et al., 2024). Bias ini memiliki tiga dimensi, yaitu *overestimation* (melebihi kemampuan diri), *overprecision* (terlalu yakin terhadap ketepatan penilaian), dan *overplacement* (merasa lebih unggul daripada investor lain) (Costa et al., 2025). Dalam praktiknya, bias ini diperkuat oleh pengalaman keberhasilan masa lalu, persepsi literasi keuangan yang memadai, tingginya frekuensi *trading*, paparan informasi pasar yang berlebihan, serta validasi dari komunitas investasi (Halim & Pamungkas, 2023). Pada investor ritel di Makassar, keyakinan semacam ini dapat terbentuk melalui pembelajaran praktikum di perguruan tinggi serta berbagai kegiatan edukatif seperti *workshop*, seminar, dan pelatihan pasar modal (Hamriana et al., 2025).

Herding behavior adalah kecenderungan investor meniru keputusan atau tindakan investor lain tanpa evaluasi independen terhadap informasi yang tersedia, misalnya membeli saham yang sedang ramai dibicarakan atau menjual secara massal ketika mayoritas pelaku pasar melakukannya (Khalingga et al., 2024). Perilaku ini berakar pada keinginan untuk merasa aman dalam kelompok (Gupta & Avais, 2025) dan diperkuat oleh ketakutan kehilangan peluang (*fear of missing out*) serta ketakutan mengalami kerugian besar (Gupta & Shrivastava, 2021). Adnan (2023) membedakan tiga bentuk *herding*, yaitu *informational herding*, *reputational herding*, dan *cascading herding*, sedangkan Nuranyanto dan Raharja (2024) menguraikan bahwa ketidakpastian informasi, tekanan sosial, keterbatasan kognitif, ekspektasi keuntungan cepat, dan minimnya pengalaman mendorong munculnya perilaku tersebut.

Kedua bias tersebut memiliki konsekuensi nyata bagi keputusan investasi. *Overconfidence* mendorong frekuensi transaksi yang tinggi, pengabaian risiko, keputusan yang kurang objektif, serta penurunan kinerja portofolio dalam jangka panjang karena biaya transaksi dan kurangnya diversifikasi (Sasono et al., 2024). Sementara itu, *herding behavior* membuat keputusan dilakukan tanpa analisis independen, meningkatkan volatilitas harga, dan membuka risiko terbentuknya gelembung harga serta kerugian bagi investor ritel yang masuk ke pasar ketika harga sudah tinggi (Adnan, 2023). Dampak-dampak ini menunjukkan pentingnya memahami bagaimana kedua bias memengaruhi keputusan investasi dan apakah hasil investasi sebelumnya mengubah pengaruh tersebut.

Investment performance atau kinerja investasi merupakan ukuran keberhasilan investor dalam mengelola dana, yang tidak hanya mencerminkan besarnya *return*, tetapi juga tingkat risiko, waktu investasi, dan konsistensi hasil (Firmansyah et al., 2023). Indikator penilaiannya meliputi tingkat *return*, frekuensi transaksi, nilai portofolio, perbandingan dengan indeks pasar, dan *return* yang disesuaikan dengan risiko (Fikri & Meylianingrum, 2025). Pengalaman memperoleh keuntungan atau kerugian memengaruhi bias psikologis investor (Chaubey et al., 2023); Walters dan Fernbach (2021) bahkan menunjukkan bahwa ingatan investor atas kinerja masa lalu cenderung bias positif dan memprediksi *overconfidence*. Oleh karena itu, kinerja investasi berpotensi memperkuat atau memperlemah hubungan antara bias psikologis dan keputusan investasi.

Dalam perspektif Islam, keputusan investasi yang didorong bias dan tidak berlandaskan analisis dapat dikaitkan dengan larangan tindakan spekulatif yang mengandung *gharar*, yaitu ketidakjelasan dalam transaksi. Larangan mengikuti sesuatu tanpa pengetahuan dalam QS. Al-Isra [17]: 36 serta perintah untuk memperhatikan apa yang telah diperbuat untuk hari esok dalam QS. Al-Hashr [59]: 18 menegaskan pentingnya dasar ilmu, kehati-hatian, dan introspeksi dalam setiap keputusan ekonomi. Nilai tersebut sejalan dengan *behavioral finance* yang menekankan kesadaran terhadap bias psikologis agar keputusan investasi lebih rasional dan terukur.

Bukti empiris mengenai pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi belum seragam. Barber dan Odean (2001) serta Glaser dan Weber (2007) menunjukkan bahwa investor yang terlalu percaya diri lebih aktif dan agresif dalam bertransaksi, sehingga rasa percaya diri mendorong keputusan investasi yang lebih berani. Namun, Odean (1999) memperlihatkan sisi lainnya, yaitu bahwa kecenderungan bertransaksi berlebihan dapat menurunkan kualitas keputusan dan hasil investasi. Pada *herding behavior*, Bikhchandani et al. (1992) menjelaskan melalui *informational cascade* bahwa pada kondisi informasi yang terbatas, individu cenderung mengabaikan informasi pribadinya dan mengikuti keputusan pihak lain, yang dalam banyak situasi membantu mengurangi ketidakpastian. Sebaliknya, Chiang dan Zheng (2010) menemukan bukti *herding* di berbagai pasar saham dunia dan mengaitkannya dengan potensi ketidakstabilan harga serta keputusan yang kurang rasional. Sejumlah penelitian pada investor di Indonesia mengkaji pengaruh *overconfidence* dan *herding* terhadap keputusan investasi saham (Herlina et al., 2020; Pertiwi & Panuntun, 2023; Wibowo et al., 2023) dan menyoroti bahwa peran bias tersebut bergantung pada karakteristik investor seperti pengalaman dan literasi keuangan (Ikhsan et al., 2024; Kumar & Prince, 2023).

Ketidakseragaman temuan tersebut menunjukkan bahwa pengaruh *overconfidence* dan *herding behavior* bersifat kontekstual, bergantung pada kondisi pasar, pengalaman investor, dan kualitas informasi, sehingga diperlukan penelitian lanjutan pada investor ritel di pasar modal Indonesia (Dewantari & Sinarwati, 2022). Berbeda dengan banyak penelitian yang memosisikan kinerja investasi sebagai hasil dari bias perilaku (Abdin et al., 2022), penelitian ini memosisikan *investment performance* sebagai variabel moderasi untuk menguji apakah pengalaman hasil investasi memperkuat atau memperlemah pengaruh kedua bias terhadap keputusan investasi. Selain itu, penelitian ini memberikan bukti empiris dari investor ritel di Makassar, pusat perekonomian Indonesia Timur, sehingga memperluas konteks kajian *behavioral finance* di pasar modal Indonesia.

Berdasarkan uraian tersebut, rumusan masalah penelitian ini adalah: (1) apakah *overconfidence* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar; (2) apakah *herding behavior* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar; (3) apakah *investment performance* memoderasi hubungan *overconfidence* dengan keputusan investasi; dan (4) apakah *investment performance* memoderasi hubungan *herding behavior* dengan keputusan investasi. Hipotesis penelitian dikembangkan sebagai berikut.

Investor yang percaya diri terhadap kemampuan analisisnya cenderung lebih berani, tegas, dan cepat dalam bertindak. Keyakinan tersebut mendorong investor aktif bertransaksi dan mengandalkan penilaian pribadi dalam menentukan pilihan investasi, sebagaimana ditunjukkan oleh Barber dan Odean (2001) serta Glaser dan Weber (2007). Sudirman et al. (2024) dan Najaf et al. (2015) juga menempatkan *overconfidence* sebagai bias yang memengaruhi keputusan investasi. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut.

H1: *Overconfidence* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar.

Pada kondisi pasar yang tidak pasti dan informasi yang terbatas, investor ritel cenderung meniru keputusan investor lain karena menganggap tindakan mayoritas lebih aman dan dapat mengurangi risiko kesalahan (Banerjee, 1992; Bikhchandani et al., 1992). Dengan mengikuti mayoritas, investor tetap terdorong mengambil keputusan membeli, menahan, atau menjual saham, terutama ketika pasar tidak stabil (Hwang & Salmon, 2004; Sadewo & Cahyaningdyah, 2022). Oleh karena itu, hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut.

H2: *Herding behavior* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi saham investor ritel di Makassar.

Pengalaman hasil investasi memengaruhi cara investor menilai kemampuannya. Hasil yang baik dapat meningkatkan rasa percaya diri karena investor menilai keputusan yang diambilnya selama ini sudah tepat (Chaubey et al., 2023; Walters & Fernbach, 2021). Dengan demikian, *investment performance* diduga memperkuat pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi, sehingga hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut.

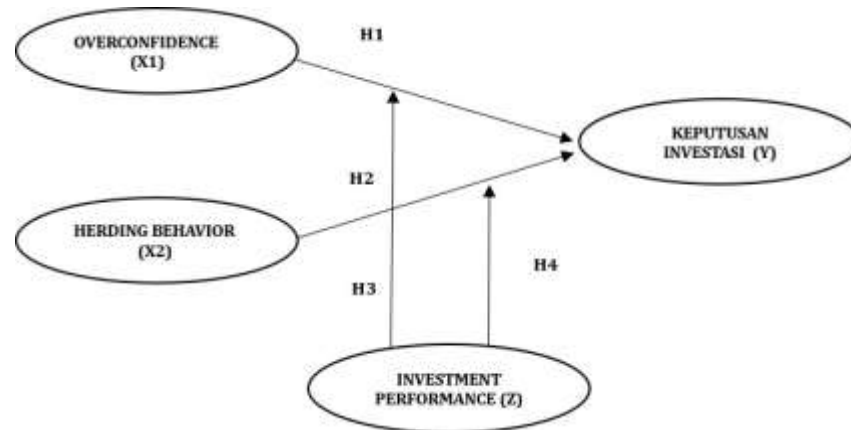
H3: *Investment performance* memperkuat pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar.

Hasil investasi yang baik juga dapat membuat investor menganggap bahwa mengikuti mayoritas adalah strategi yang tepat sehingga kecenderungan *herding* dalam menentukan keputusan investasi menguat. Peran variabel moderasi dalam hubungan antara *herding*, *overconfidence*, dan keputusan investasi telah dikaji pada investor di Indonesia (Wardhani & Nur, 2025). Dengan demikian, hipotesis keempat dirumuskan sebagai berikut.

H4: *Investment performance* memperkuat pengaruh *herding behavior* terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar.

Hubungan antarvariabel tersebut dirangkum dalam kerangka konseptual pada Gambar 1. Penelitian ini bertujuan (1) menganalisis pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar, (2) menganalisis pengaruh *herding behavior* terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar, (3) mengidentifikasi peran *investment performance* dalam memperkuat atau memperlemah hubungan *overconfidence* dengan keputusan investasi, dan (4) mengidentifikasi peran *investment*

performance dalam memperkuat atau memperlemah hubungan *herding behavior* dengan keputusan investasi.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian
(Sumber: Data diolah penulis, 2026)

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatori (*explanatory research*) dengan pendekatan kuantitatif yang bertujuan menjelaskan dan menguji hubungan sebab akibat antara *overconfidence* dan *herding behavior* terhadap keputusan investasi dengan *investment performance* sebagai variabel moderasi (Wibowo et al., 2023). Lokasi penelitian adalah Kota Makassar dan wilayah sekitarnya, dengan objek penelitian investor ritel yang berinvestasi saham melalui *platform* investasi digital. Makassar merupakan ibu kota Provinsi Sulawesi Selatan yang berfungsi sebagai pusat pemerintahan dan perekonomian di Indonesia Timur, dengan perkembangan ekonomi yang cukup pesat, termasuk di sektor pasar modal dan investasi (Prasasti, 2022). Secara administratif, kota ini terdiri atas 15 kecamatan dan 153 kelurahan.

Penelitian dilaksanakan dengan memperhatikan etika penelitian. Setiap responden memperoleh penjelasan singkat mengenai tujuan penelitian, partisipasi bersifat sukarela, serta kerahasiaan identitas dan data dijamin dan hanya dianalisis secara agregat untuk kepentingan akademik (Salleh & Mohd. Saata, 2010).

Desain penelitian dimulai dari fokus pada investor ritel di pasar modal, dengan variabel *overconfidence*, *herding behavior*, dan *investment performance* sebagai faktor yang berkaitan dengan keputusan investasi. Data kemudian dikumpulkan melalui kuesioner, diolah dan dianalisis dengan teknik analisis data yang ditetapkan, disajikan dalam hasil dan pembahasan, serta dirangkum dalam kesimpulan. Dalam desain ini, *investment performance* berperan memperkuat atau memperlemah hubungan antarvariabel.

Populasi penelitian adalah seluruh investor ritel di Makassar dan sekitarnya. Sampel ditentukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan responden berdasarkan kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian (Campbell et al., 2020). Kriteria responden adalah (1) memiliki akun pada perusahaan sekuritas resmi yang terdaftar dan diawasi Otoritas Jasa Keuangan (OJK), (2) aktif bertransaksi saham dalam satu tahun terakhir, dan (3) berusia sekitar 18–42 tahun yang mencakup Generasi Z dan Generasi Milenial. Jumlah sampel minimum mengacu pada aturan umum 5–10 kali jumlah indikator (Hair

et al., 2019). Dengan 15 indikator, sampel minimum adalah $10 \times 15 = 150$ responden. Penelitian ini memperoleh 200 responden sehingga telah memenuhi syarat kecukupan sampel.

Data yang digunakan adalah data kuantitatif primer yang diperoleh langsung dari responden melalui kuesioner tertutup yang disebarakan secara daring menggunakan *Google Form*. Kuesioner disusun berdasarkan indikator setiap variabel (Ardiansyah et al., 2023) dan memuat pernyataan untuk empat variabel, yaitu *overconfidence* (X1), *herding behavior* (X2), keputusan investasi (Y), dan *investment performance* (Z), dengan total 15 indikator sebagaimana dirangkum pada Tabel 2. Setiap pernyataan diukur dengan skala Likert lima poin (Lyons, 1998), yaitu sangat setuju (5), setuju (4), kurang setuju (3), tidak setuju (2), dan sangat tidak setuju (1), sehingga menghasilkan data kuantitatif yang dapat dianalisis secara statistik (Westland, 2022).

Tabel 2. Indikator Variabel Penelitian

Variabel	Indikator
<i>Overconfidence</i> (X1)	Keyakinan analisis unggul; kepercayaan memprediksi harga saham; keyakinan keputusan jarang salah; mengabaikan risiko investasi
<i>Herding behavior</i> (X2)	Mengikuti keputusan investor lain; mengandalkan keputusan mayoritas investor; terpengaruh tren pasar saham; mengikuti komunitas investor
Keputusan investasi (Y)	Ketepatan pemilihan saham; pertimbangan risiko investasi; kejelasan tujuan investasi; keputusan rasional investasi
<i>Investment performance</i> (Z)	Tingkat <i>return</i> investasi; stabilitas keuntungan investasi; kemampuan minimisasi kerugian

(Sumber: Data primer diolah, 2026)

Secara operasional, *overconfidence* adalah kecenderungan investor yang terlalu percaya diri terhadap kemampuan, pengetahuan, atau interpretasinya dalam mengambil keputusan investasi, misalnya merasa memiliki informasi yang lebih baik atau mampu memprediksi harga saham secara akurat meskipun data yang tersedia terbatas. *Herding behavior* adalah kecenderungan investor meniru keputusan atau tindakan investor lain, baik secara sadar maupun tidak, karena anggapan bahwa tindakan kolektif lebih aman atau benar, sehingga investor lebih mempercayai tren pasar, opini investor lain, atau sinyal sosial dibandingkan analisis pribadi. Keputusan investasi saham adalah proses pemilihan instrumen saham berdasarkan pertimbangan rasional maupun psikologis yang diwujudkan dalam tindakan membeli, menahan, atau menjual saham, dan diukur melalui persepsi investor mengenai profil risiko, tujuan investasi, analisis potensi keuntungan, serta kondisi pasar. *Investment performance* adalah tingkat pencapaian hasil investasi saham sebagai konsekuensi keputusan investasi, yang tercermin dari kemampuan memperoleh keuntungan (*capital gain* dan *dividen*), mengelola risiko, dan menjaga konsistensi hasil, serta diukur berdasarkan persepsi investor.

Data diolah melalui tahap *editing*, *coding*, dan *tabulating*, kemudian dianalisis menggunakan *Structural Equation Modeling-Partial Least Squares* (SEM-PLS) dengan SmartPLS 4. Pendekatan ini dipilih karena mampu menguji hubungan antarkonstruksi secara simultan, termasuk model dengan variabel moderasi, serta sesuai untuk model dengan indikator yang kompleks dan ukuran sampel yang relatif moderat (Haji-Othman et al., 2024). Evaluasi model pengukuran (*outer model*) dilakukan melalui uji validitas dan reliabilitas instrumen (Yarsasi et al., 2025). Validitas konvergen dinilai dari *loading factor* $\geq 0,50$ dan *average variance extracted* (AVE) $\geq 0,50$ (Yusuf et al., 2023). Validitas diskriminan dinilai dari

cross loading, yaitu indikator harus memiliki *loading* tertinggi pada konstruk yang diukurnya, serta kriteria Fornell-Larcker, yaitu akar kuadrat AVE harus lebih besar daripada korelasi antarkonstruk (Fornell & Larcker, 1981; Matthes & Ball, 2019). Reliabilitas dinilai dari *Cronbach's alpha* dan *composite reliability* yang harus lebih besar dari 0,70 (Rosli et al., 2021).

Model struktural (*inner model*) dievaluasi melalui nilai *R-square* (R^2) yang diinterpretasikan dengan kriteria Chin (1998), yaitu 0,67 (kuat), 0,33 (sedang), dan 0,19 (lemah), serta koefisien jalur yang menunjukkan arah dan besar pengaruh antarvariabel (Haji-Othman et al., 2024). Pengujian hipotesis dilakukan melalui prosedur *bootstrapping* dan hipotesis dinyatakan diterima apabila *t-statistic* > 1,96 dan *p-value* < 0,05 pada taraf signifikansi 5%. Pengaruh moderasi diuji melalui signifikansi jalur interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi terhadap variabel dependen (Purwidiyanti & Rahmawati, 2022).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bagian ini memaparkan karakteristik responden, hasil evaluasi model pengukuran dan model struktural, serta pembahasan setiap hipotesis.

1. Karakteristik Responden

Responden penelitian berjumlah 200 investor ritel di Makassar dan sekitarnya. Karakteristik responden berdasarkan jenis kelamin, usia, dan pengalaman investasi disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Karakteristik Responden

Karakteristik	Kategori	Frekuensi	Persentase (%)
Jenis kelamin	Laki-laki	77	38,5
	Perempuan	123	61,5
Usia	17–22 tahun	60	30,0
	23–27 tahun	62	31,0
	28–33 tahun	49	24,5
	34–40 tahun	27	13,5
	>40 tahun	2	1,0
	< 1 tahun	41	20,5
Pengalaman investasi	1–3 tahun	81	40,5
	3–5 tahun	62	31,0
	> 5 tahun	16	8,0
Total responden		200	100,0

(Sumber: Data primer diolah, 2026)

Responden perempuan (61,5%) lebih banyak daripada responden laki-laki (38,5%). Kelompok usia terbanyak adalah 23–27 tahun (31,0%), disusul usia 17–22 tahun (30,0%) dan 28–33 tahun (24,5%), sehingga mayoritas responden berada pada rentang usia muda hingga dewasa awal, sejalan dengan fokus penelitian pada Generasi Z dan Milenial. Dari sisi pengalaman, 40,5% responden telah berinvestasi selama 1–3 tahun dan 31,0% selama 3–5 tahun, sedangkan hanya 20,5% yang berpengalaman kurang dari satu tahun dan 8,0% lebih dari lima tahun. Dengan demikian, sebagian besar responden telah memiliki

pengalaman investasi yang cukup untuk menilai variabel yang diteliti.

2. Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

Hasil evaluasi model pengukuran ditunjukkan pada Tabel 4. Seluruh indikator memiliki *outer loading* antara 0,780 dan 0,888, di atas batas minimum 0,50 dan bahkan di atas 0,70. Nilai AVE keempat konstruk berkisar antara 0,690 dan 0,698, sehingga rata-rata setiap konstruk mampu menjelaskan lebih dari separuh varians indikatornya. Dengan demikian, validitas konvergen terpenuhi.

Tabel 4. Outer Loading, Reliabilitas, dan AVE

Konstruk	Outer loading	Cronbach's alpha	CR (rho_c)	AVE
<i>Overconfidence</i> (X1)	0,810; 0,855; 0,830; 0,828	0,851	0,899	0,690
<i>Herding behavior</i> (X2)	0,828; 0,841; 0,805; 0,861	0,855	0,901	0,696
Keputusan investasi (Y)	0,780; 0,888; 0,824; 0,848	0,855	0,902	0,698
<i>Investment performance</i> (Z)	0,801; 0,855; 0,836	0,778	0,870	0,690

(Sumber: Data primer diolah dengan SmartPLS, 2026)

Validitas diskriminan diuji melalui *cross loading* dan kriteria Fornell-Larcker. Nilai *cross loading* menunjukkan bahwa setiap indikator memiliki *loading* tertinggi pada konstruk yang diukurnya dibandingkan konstruk lain. Pada Tabel 5, akar kuadrat AVE setiap konstruk (0,831 sampai 0,836) lebih tinggi daripada korelasinya dengan konstruk lain (0,406 sampai 0,515), sehingga setiap konstruk mampu dibedakan dengan jelas dari konstruk lainnya.

Tabel 5. Validitas Diskriminan (Kriteria Fornell-Larcker)

Konstruk	X1	X2	Y	Z
<i>Overconfidence</i> (X1)	0,831			
<i>Herding behavior</i> (X2)	0,480	0,834		
Keputusan investasi (Y)	0,492	0,501	0,836	
<i>Investment performance</i> (Z)	0,406	0,515	0,496	0,831

(Sumber: Data primer diolah dengan SmartPLS, 2026)

Dari sisi reliabilitas, nilai *Cronbach's alpha* berkisar antara 0,778 dan 0,855, sedangkan *composite reliability* (rho_c) berkisar antara 0,870 dan 0,902. Seluruhnya melampaui batas 0,70 sehingga instrumen dinyatakan reliabel.

3. Evaluasi Model Struktural (*Inner Model*) dan Pengujian Hipotesis

Nilai *R-square* untuk keputusan investasi sebesar 0,424 dengan *R-square adjusted* sebesar 0,409. Artinya, 42,4% variasi keputusan investasi dapat dijelaskan oleh variabel dalam model, sedangkan 57,6% dijelaskan oleh faktor lain di luar model. Selisih yang kecil antara R^2 dan R^2 *adjusted* menunjukkan model cukup stabil, dan berdasarkan kriteria Chin (1998) nilai tersebut termasuk kategori sedang (*moderate*). Hasil pengujian hipotesis disajikan pada Tabel 6.

Pengaruh *Overconfidence* dan *Herding Behavior* terhadap Keputusan Investasi dengan *Investment Performance* sebagai Variabel Moderasi pada Investor Ritel di Makassar
(Nurhasana, et al.)

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis

Hubungan	Koefisien	<i>t-statistic</i>	<i>p-value</i>	Keterangan
H1: <i>Overconfidence</i> → Keputusan investasi	0,232	4,241	0,000	Diterima
H2: <i>Herding behavior</i> → Keputusan investasi	0,144	2,317	0,021	Diterima
H3: <i>Investment performance</i> × <i>Overconfidence</i> → Keputusan investasi	-0,238	3,397	0,001	Ditolak (memperlemah)
H4: <i>Investment performance</i> × <i>Herding behavior</i> → Keputusan investasi	0,121	2,813	0,005	Diterima (memperkuat)

(Sumber: Data primer diolah dengan SmartPLS, 2026)

Pada H1, koefisien jalur *overconfidence* terhadap keputusan investasi sebesar 0,232 dengan *t-statistic* 4,241 dan *p-value* 0,000, sehingga *overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan dan H1 diterima. Pada H2, koefisien jalur *herding behavior* sebesar 0,144 dengan *t-statistic* 2,317 dan *p-value* 0,021, sehingga *herding behavior* juga berpengaruh positif dan signifikan dan H2 diterima. Pada H3, koefisien interaksi *investment performance* dengan *overconfidence* sebesar -0,238 (*t-statistic* 3,397; *p-value* 0,001). Moderasi ini signifikan, tetapi arahnya negatif sehingga *investment performance* memperlemah, bukan memperkuat, pengaruh *overconfidence*; dengan demikian H3 ditolak. Pada H4, koefisien interaksi *investment performance* dengan *herding behavior* sebesar 0,121 (*t-statistic* 2,813; *p-value* 0,005), sehingga *investment performance* memperkuat pengaruh *herding behavior* dan H4 diterima.

4. Pengaruh *Overconfidence* terhadap Keputusan Investasi

Hasil pengujian H1 menunjukkan bahwa *overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar. Semakin tinggi keyakinan investor terhadap kemampuan analisis dan pengetahuannya, semakin tinggi pula kecenderungannya mengambil keputusan investasi, dan sebaliknya. Temuan ini sejalan dengan Barber dan Odean (2001) serta Glaser dan Weber (2007) yang menunjukkan bahwa investor yang terlalu percaya diri lebih aktif dan agresif dalam berinvestasi, dan dengan Sudirman et al. (2024) serta Najaf et al. (2015) yang menempatkan *overconfidence* sebagai bias yang memengaruhi keputusan investasi.

Tingkat *overconfidence* investor ritel di Makassar tampak tinggi. Hal ini tercermin dari keyakinan responden bahwa mereka memiliki kemampuan analisis yang unggul, mampu memprediksi pergerakan harga saham melalui analisis teknikal maupun fundamental, dan jarang keliru dalam mengambil keputusan. Keyakinan tersebut dibentuk oleh pembelajaran melalui mata kuliah praktikum di perguruan tinggi serta kegiatan edukatif seperti *workshop*, seminar, dan pelatihan pasar modal (Hamriana et al., 2025), ditambah pengalaman berinvestasi yang memperkaya pengetahuan dan keterampilan. Keyakinan itu membuat investor lebih percaya diri dalam memilih saham dan mengambil keputusan yang dianggapnya rasional berdasarkan analisisnya sendiri. Pola ini sesuai dengan faktor penguat *overconfidence* yang diidentifikasi Halim dan Pamungkas (2023), yaitu pengalaman keberhasilan, persepsi literasi keuangan yang memadai, dan validasi dari lingkungan sosial.

Secara teoretis, hasil ini memperkuat teori keuangan perilaku (Shefrin, 2000) bahwa keputusan investasi tidak semata-mata didasarkan pada pertimbangan rasional, tetapi juga dipengaruhi bias psikologis seperti *overconfidence*. Investor yang merasa memiliki informasi dan kemampuan yang lebih baik cenderung menafsirkan sinyal pasar dengan keyakinan penuh, sehingga keputusan diambil lebih cepat dan dengan sedikit keraguan. Namun, pengaruh positif terhadap intensitas dan keberanian mengambil keputusan tidak otomatis berarti keputusan yang lebih baik. Odean (1999) menunjukkan bahwa investor cenderung bertransaksi terlalu banyak, dan Bregu (2020) mengkaji hubungan antara *overconfidence* dan *overtrading*. Hasil penelitian ini karenanya perlu dibaca sebagai bukti bahwa kepercayaan diri berlebihan mendorong tindakan investasi, bukan sebagai bukti bahwa tindakan tersebut selalu optimal.

5. Pengaruh *Herding Behavior* terhadap Keputusan Investasi

Pengujian H2 menunjukkan bahwa *herding behavior* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Semakin tinggi kecenderungan investor mengikuti perilaku atau keputusan investor lain, semakin besar pula kecenderungannya mengambil keputusan investasi. Koefisien jalur *herding behavior* (0,144) lebih kecil daripada *overconfidence* (0,232), yang menunjukkan bahwa keyakinan terhadap kemampuan sendiri merupakan pendorong keputusan yang lebih kuat dibandingkan mengikuti orang lain. Temuan ini sejalan dengan Banerjee (1992) dan Bikhchandani et al. (1992) yang menjelaskan bahwa individu cenderung mengikuti tindakan mayoritas karena meyakini bahwa tindakan tersebut mencerminkan informasi yang lebih baik, serta dengan Hwang dan Salmon (2004) yang mengkaji *herding* pada kondisi pasar yang tertekan. Sadewo dan Cahyaningdyah (2022) juga mengkaji perilaku *herding* investor di pasar saham Indonesia pada kondisi ekstrem selama pandemi Covid-19, yang memperlihatkan relevansi perilaku ini pada kondisi pasar yang tidak pasti.

Herding behavior pada investor ritel di Makassar tampak tinggi. Kemudahan memperoleh informasi melalui media sosial, *platform* investasi digital, komunitas investor, dan forum pasar modal membuat investor lebih mudah mengamati dan mengikuti keputusan mayoritas. Investor juga cenderung mengikuti rekomendasi investor yang dianggap lebih berpengalaman dan memperhatikan tren pergerakan pasar. Meskipun memiliki kemampuan analisis teknikal maupun fundamental, investor tetap mempertimbangkan keputusan mayoritas karena dianggap didasarkan pada informasi dan pengalaman yang lebih luas. Mengikuti mayoritas juga mengurangi keraguan dan tekanan psikologis ketika menghadapi ketidakpastian pasar, sehingga investor lebih yakin dalam memilih saham dan menetapkan tujuan investasi. Pola ini sesuai dengan *informational herding* (Adnan, 2023), yaitu keputusan banyak pihak dipandang sebagai sinyal informasi, serta dengan dorongan untuk merasa aman dalam kelompok (Gupta & Avais, 2025).

Hasil ini juga memperkuat teori keuangan perilaku (Shefrin, 2000) yang menempatkan tindakan dan keputusan investor lain sebagai acuan ketika informasi dan kondisi pasar tidak pasti. Meski demikian, *herding* memiliki sisi risiko. Chiang dan Zheng (2010) mengaitkan *herding* dengan ketidakstabilan pasar, dan Gupta dan Shrivastava (2021) menunjukkan peran ketakutan kehilangan peluang dalam mendorong perilaku tersebut. Ketika banyak investor menjadikan keputusan mayoritas sebagai satu-satunya rujukan, keputusan tidak lagi berpijak pada analisis fundamental. Investor ritel muda yang banyak terpapar media sosial perlu mewaspada hal ini, karena pengaruh positif *herding* terhadap keputusan investasi tidak menjamin kualitas keputusan yang diambil.

6. Peran *Investment Performance* dalam Memoderasi Pengaruh *Overconfidence*

Hasil pengujian H3 menunjukkan bahwa *investment performance* memoderasi hubungan antara *overconfidence* dan keputusan investasi secara signifikan, tetapi dengan arah negatif. Artinya, semakin baik kinerja investasi, semakin kecil pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi, sehingga hipotesis yang menduga adanya penguatan ditolak. Investor dengan kinerja investasi yang baik cenderung lebih mengandalkan pengalaman dan hasil nyata investasinya daripada sekadar rasa percaya diri.

Kinerja investasi investor ritel di Makassar tergolong baik, yang tercermin dari kemampuan memperoleh *return* serta pengalaman mengevaluasi hasil investasi. Namun, *return* yang diperoleh tidak selalu sesuai harapan dan stabilitas keuntungan cenderung berfluktuasi akibat kondisi ekonomi, dinamika politik, dan perubahan kebijakan pemerintah yang menciptakan ketidakpastian di pasar modal. Meskipun telah memiliki kemampuan analisis, informasi yang memadai, dan pengalaman, investor tidak lagi sepenuhnya mengandalkan rasa percaya diri. Investor menjadi lebih berhati-hati dengan mengevaluasi pengalaman investasi sebelumnya, memperbarui analisis berdasarkan informasi pasar terbaru, dan mempertimbangkan kondisi pasar sebelum memutuskan, sehingga lebih selektif dalam memilih saham, memiliki tujuan yang lebih terarah, dan mengambil keputusan yang lebih rasional.

Temuan ini sejalan dengan Kumar dan Prince (2023) yang menunjukkan bahwa pengaruh *overconfidence* bergantung pada pengalaman, literasi, dan karakteristik investor, dan dengan Ikhsan et al. (2024) yang menyoroti peran pengalaman dan literasi keuangan dalam keputusan investasi yang lebih rasional pada investor ritel Indonesia. Abdin et al. (2022) mengkaji hubungan *overconfidence* dan kinerja investasi melalui kecenderungan mengambil risiko, yang mendukung pandangan bahwa hasil investasi dan perilaku mengambil risiko saling terkait. Ketika hasil investasi tidak sesuai harapan, investor akan mengevaluasi kembali strateginya sehingga tidak lagi hanya bertumpu pada keyakinan terhadap kemampuan analisisnya.

Hipotesis H3 dibangun atas pandangan bahwa keberhasilan investasi memperkuat kepercayaan diri (Walters & Fernbach, 2021). Temuan yang berlawanan arah pada penelitian ini menunjukkan bahwa efek kinerja bergantung pada cara investor menafsirkan hasilnya: ketika hasil dipersepsikan fluktuatif dan tidak selalu sesuai ekspektasi, kinerja berfungsi sebagai umpan balik yang mengoreksi, bukan menguatkan, kepercayaan diri. Dengan demikian, *investment performance* berperan sebagai mekanisme pengendali yang mengurangi dampak *overconfidence* sehingga keputusan investasi menjadi lebih objektif dan tidak semata-mata didasarkan pada keyakinan pribadi (Shefrin, 2000). Karena *investment performance* diukur melalui persepsi investor, penafsiran ini perlu dibaca dengan memperhatikan kemungkinan adanya penilaian subjektif atas hasil investasi.

7. Peran *Investment Performance* dalam Memoderasi Pengaruh *Herding Behavior*

Pengujian H4 menunjukkan bahwa *investment performance* memoderasi hubungan antara *herding behavior* dan keputusan investasi secara signifikan dengan arah positif. Semakin baik kinerja investasi, semakin kuat kecenderungan investor mengikuti informasi, rekomendasi, atau keputusan investor lain dalam mengambil keputusan investasi. Ketika investor memperoleh *return* yang memuaskan dan pengalaman investasi yang positif, keyakinan terhadap keputusan yang didasarkan pada informasi pasar maupun rekomendasi investor lain semakin meningkat. Meskipun kondisi ekonomi, sosial, politik, dan kebijakan pemerintah dapat menimbulkan ketidakpastian, kinerja yang baik tetap mendorong investor

untuk berinvestasi, didukung kemampuan memanfaatkan informasi pasar, melakukan diversifikasi portofolio, serta aktif mengikuti rekomendasi dan berdiskusi dalam komunitas investor.

Hasil ini sejalan dengan teori keuangan perilaku yang menjelaskan bahwa pengalaman investasi membentuk keyakinan investor terhadap strategi yang pernah digunakan. Investor yang pernah memperoleh keuntungan cenderung semakin yakin bahwa mengikuti keputusan investor lain merupakan strategi yang tepat, sehingga mereka kembali menjadikan informasi pasar, rekomendasi mayoritas, dan keputusan komunitas investor sebagai referensi pada keputusan berikutnya. Walters dan Fernbach (2021) menunjukkan bahwa ingatan investor atas kinerja masa lalu cenderung bias positif, sehingga keberhasilan mudah dikaitkan dengan strategi yang dijalankan, termasuk strategi mengikuti mayoritas. Gupta dan Shrivastava (2021) serta Wardhani dan Nur (2025) memberikan konteks tambahan mengenai faktor yang memperkuat atau memoderasi pengaruh *herding* terhadap keputusan investasi.

Jika H3 dan H4 dibandingkan, tampak bahwa *investment performance* bekerja dengan arah berlawanan. Kinerja yang baik melemahkan ketergantungan investor pada keyakinan dirinya, tetapi justru memperkuat ketergantungannya pada orang lain. Pola ini menunjukkan bahwa keberhasilan investasi tidak otomatis menjadikan investor lebih mandiri. Keberhasilan yang diperoleh sambil mengikuti mayoritas dapat menguatkan kebiasaan tersebut, yang berisiko ketika arah pasar berbalik (Hwang & Salmon, 2004; Chiang & Zheng, 2010). Temuan ini menegaskan bahwa kualitas keputusan investasi perlu dievaluasi bukan hanya dari hasilnya, tetapi juga dari proses analisis yang melandasinya.

8. Implikasi Temuan

Temuan penelitian ini memiliki implikasi teoretis dan praktis. Secara teoretis, hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam kerangka *behavioral finance* pengalaman hasil investasi tidak dapat diperlakukan sebagai penguat umum seluruh bias. Pada *overconfidence*, hasil investasi berfungsi sebagai umpan balik yang mengoreksi keyakinan diri, sedangkan pada *herding behavior* hasil investasi justru menjadi bukti yang membenarkan strategi mengikuti mayoritas. Perbedaan ini menyarankan bahwa penelitian selanjutnya perlu memisahkan peran moderasi kinerja investasi untuk setiap jenis bias, bukan memperlakukannya sebagai satu konstruk yang homogen.

Bagi investor ritel, hasil penelitian ini menegaskan pentingnya mengevaluasi kinerja investasi secara berkala dan memeriksa apakah keputusan didasarkan pada analisis yang memadai, bukan hanya pada rasa percaya diri atau ikut-ikutan pada keputusan mayoritas. Investor yang memperoleh keuntungan perlu mewaspadaai kecenderungan menganggap strategi mengikuti orang lain sebagai penyebab keberhasilan. Bagi perusahaan sekuritas, Bursa Efek Indonesia, galeri investasi, dan lembaga edukasi pasar modal, hasil ini mendukung penyusunan program literasi yang tidak hanya mengajarkan teknik analisis, tetapi juga mengenalkan bias perilaku dan dampaknya. Bagi regulator, peningkatan perlindungan investor dan transparansi informasi pasar diperlukan agar investor tidak mudah terdorong oleh perilaku ikut-ikutan dan keputusan yang emosional.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa *overconfidence* dan *herding behavior* sama-sama berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi investor ritel di Makassar, dengan pengaruh *overconfidence* lebih besar. *Investment performance* terbukti memoderasi kedua hubungan tersebut secara signifikan, tetapi dengan arah yang berbeda: memperlemah pengaruh *overconfidence* dan memperkuat pengaruh *herding behavior*. Temuan yang paling penting adalah bahwa kinerja investasi yang baik berfungsi sebagai pengendali terhadap keyakinan berlebih, namun tidak mengurangi, bahkan meningkatkan, kecenderungan mengikuti mayoritas.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Kinerja investasi diukur melalui persepsi responden, sampel dipilih secara *purposive* pada investor di Makassar dan sekitarnya, dan model hanya memuat dua bias perilaku. Penelitian selanjutnya disarankan menambahkan variabel lain seperti toleransi risiko, literasi keuangan, *loss aversion*, dan *regret aversion*, menggunakan ukuran kinerja yang lebih objektif seperti data *return* portofolio, serta memperluas cakupan wilayah agar hasilnya dapat digeneralisasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdin, S. Z. ul, Qureshi, F., Iqbal, J., & Sultana, S. (2022). Overconfidence bias and investment performance: A mediating effect of risk propensity. *Borsa Istanbul Review*.
- Adnan, M. A. (2023). Modeling herding behavior in the Indonesian capital market. *International Journal of Economics, Business and Management Research*.
- Ardiansyah, Risnita, & Jailani, M. S. (2023). Teknik pengumpulan data dan instrumen penelitian ilmiah pendidikan pada pendekatan kualitatif dan kuantitatif. *Jurnal Pendidikan Islam*.
- Baihaqqy, M. R. I., & Sugiyanto. (2020). *Investment decisions of investors based on generation groups*.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797–817.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy*, 100(5), 992–1026.
- Bregu, K. (2020). Overconfidence and (over)trading: The effect of feedback on trading behavior. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*.
- Campbell, S., Greenwood, M., Prior, S., Shearer, T., Walkem, K., Young, S., Bywaters, D., & Walker, K. (2020). Purposive sampling: Complex or simple? Research case examples. *Journal of Research in Nursing*, 25(8), 652–661.
- Chao, A. Z. (2024). Confirmation bias in decision-making: Implications in finance, business, and digital media. *Highlights in Business, Economics and Management*.
- Chaubey, S. K., Goel, A. K., & Goswami, A. (2023). A preliminary investigation of the behavioral barriers to investing. *Asian Journal of Management and Commerce*.
- Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An empirical analysis of herd behavior in global stock markets. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1911–1921.
- Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. In G. A.

- Marcoulides (Ed.), *Modern methods for business research* (pp. 295–336). Lawrence Erlbaum Associates.
- Costa, D. F., Soares, C. G., Moreira, B. C. de M., & Tonelli, A. O. (2025). Construction and validation of an overconfidence scale in investment decisions. *Future Business Journal*.
- Danila, N., Ali, Z., Bunyamin, B., & Marlinda, D. K. (2019). *Socio-demographics characteristics on investment objectives of individual investors: Empirical study in Indonesia*.
- Dewantari, F., & Sinarwati, N. K. (2022). Bias psikologi pada perilaku keuangan generasi milenial dalam berinvestasi di pasar modal. *Sains: Jurnal Manajemen dan Bisnis*.
- Fikri, U. A., & Meylianingrum, K. (2025). Evaluation of conventional and sharia stock performance based on Sharpe, Treynor, and Jensen indices. *I-Finance: A Research Journal on Islamic Finance*.
- Firmansyah, B., Saputra, M. F., Hastungkara, H. D., Yovita, M., & Pandin, R. (2023). The influence of investment profitability and investment risk on individual investment decisions. *Jin Rong*.
- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39–50.
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1–36.
- Gupta, P., & Avais, M. (2025). Social factors driving herding in financial markets: A comprehensive review. *Praxis International Journal of Social Science and Literature*.
- Gupta, S., & Shrivastava, M. (2021). Herding and loss aversion in stock markets: Mediating role of fear of missing out (FOMO) in retail investors. *International Journal of Emerging Markets*.
- Hair, J. F., Risher, J. J., Sarstedt, M., & Ringle, C. M. (2019). When to use and how to report the results of PLS-SEM. *European Business Review*, 31(1), 2–24.
- Haji-Othman, Y., Yusuff, M. S. bin S., & Md Hussain, M. N. (2024). Data analysis using partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) in conducting quantitative research. *International Journal of Academic Research in Business & Social Sciences*.
- Halder, P., & Milan, R. (2024). Challenges of behavioral finance in investment decision making. *International Journal of Research and Scientific Innovation*.
- Halim, R. A., & Pamungkas, A. S. (2023). The influence of risk perception, overconfidence, and herding behavior on investment decision. *International Journal of Application on Economics and Business*.
- Hamriana, H., Bakhtiar, F., Farid, M., Rusnawati, & Raprayoga, R. (2025). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi mahasiswa aktif di galeri investasi perguruan tinggi Kota Makassar, 5(1), 1–12.
- Herlina, H., Hadiananto, B., Winarto, J., & Suwarno, N. A. N. (2020). The herding and overconfidence effect on the decision of individuals to invest stocks. *Journal of Economics and Business*.
- Hwang, S., & Salmon, M. (2004). Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, 11(4), 585–616.
- Ikhsan, M., Ismiyanti, F., & Komalasari, P. T. (2024). Enhancing rational investment decisions: The impact of financial literacy and experience on Indonesian retail investors, moderated by overconfidence. *Journal of System and Management Sciences*.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk.

- Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Khalingga, M. A., Galih, W., Risnanto, S., & Abimanyu, K. (2024). Behavioral finance: The impact of herding behavior on investment decisions. *Multifinance*.
- Kumar, J. D. R., & Prince, N. (2023). Overconfidence bias in investment decisions: A systematic mapping of literature and future research topics. *FIIB Business Review*.
- Lyons, W. (1998). Beyond agreement and disagreement: The inappropriate use of Likert items in the applied research culture. *International Journal of Social Research Methodology*.
- Matthes, J. M., & Ball, A. D. (2019). Discriminant validity assessment in marketing research. *International Journal of Market Research*.
- Mudunuri, P. R., Chokkamreddy, P., & Kummata, R. S. (2024). Exploring cognitive and emotional influences on investment decisions: An analysis of psychological factors affecting investor behavior. *International Journal of Advanced Research in Science, Communication and Technology*.
- Najaf, K., Shah, I. H., & Najaf, R. (2015). Influence of overconfidence on investment decision. *Journal of Poverty, Investment and Development*.
- Nuranyanto, A., & Raharja, S. (2024). Herding behavioral motivation conducted by coronial investors: Study on Indonesian Stock Exchange's. *Jurnal Dinamika Manajemen*.
- Odean, T. (1999). Do investors trade too much? *American Economic Review*, 89(5), 1279–1298.
- Pertiwi, A. H., & Panuntun, B. (2023). Pengaruh herding behavior, cognitive bias, dan overconfidence bias terhadap keputusan investasi. *Selekta Manajemen: Jurnal Mahasiswa Bisnis & Manajemen*, 2(3), 112–129.
- Prasasti, D. (2022). Pengaruh investasi, tenaga kerja dan pengeluaran pemerintah terhadap pertumbuhan ekonomi di kabupaten & kota Sulawesi Selatan. *Jurnal Ilmu Ekonomi JIE*, 6(3), 478–490.
- Purwidiyanti, W., & Rahmawati, I. Y. (2022). Information technology and religiosity as moderating variables of the relationship between investment risk-taking and firm performance. *Jurnal Manajemen dan Wirausaha*.
- Rosdiana, R. (2020). *Investment behavior in generation Z and millennial generation*.
- Rosli, M. S., Saleh, N. S., Alshammari, S. H., Ibrahim, M. M., Atan, A. S., & Atan, N. A. (2021). Improving questionnaire reliability using construct reliability for researches in educational technology. *International Journal of Interactive Mobile Technologies (iJIM)*.
- Sadewo, R. A. J., & Cahyaningdyah, D. (2022). Investor herding behavior in extreme conditions during Covid-19: Study on Indonesian stock market. *Management Analysis Journal*.
- Salleh, N. M., & Mohd. Saata, R. (2010). Ethical codes of conduct and practices using human subjects. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*.
- Sari, N. K. (2023). Dampak perilaku bias terhadap pengambilan keputusan investasi. *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia*.
- Sasono, H., Amaliyah, A. R., Siagian, A. O., & Utama, A. N. B. (2024). Peran overconfidence dalam pengambilan risiko investasi di pasar modal Indonesia.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Harvard Business School Press.

- Sudirman, W. F. R., Nurnasrina, N., Syaipudin, M., & Priyatno, A. M. (2024). The effect of overconfidence bias on investment decision: Sharia stock considerations. *Jurnal Teknik Industri Terintegrasi*.
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12–17.
- Walters, D. J., & Fernbach, P. M. (2021). Investor memory of past performance is positively biased and predicts overconfidence. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*.
- Wardhani, A. A., & Nur, D. I. (2025). The role of financial literacy in moderating the influence of herding and overconfidence on investment decisions. *Jurnal Akademi Akuntansi*.
- Westland, J. C. (2022). Information loss and bias in Likert survey responses. *PLOS ONE*.
- Wibowo, M. A., Indrawati, N. K., & Aisjah, S. (2023). The impact of overconfidence and herding bias on stock investment decisions mediated by risk perception. *International Journal of Research in Business and Social Science*.
- Wulandari, R., Aladawiyah, R., & Syahwildan, M. (2025). Pengaruh literasi keuangan terhadap minat investasi generasi muda di pasar modal Indonesia. *Jurnal Manuhara*.
- Yarsasi, S., Tahyudin, I., & Hariguna, T. (2025). Analisis validitas dan reliabilitas kuesioner dengan metode partial least squares structural equation modeling pada aplikasi SmartPLS. *Jurnal Pendidikan dan Teknologi Indonesia*.
- Yusuf, M., Andariana, A., Mannan, A., Tabbu, M. A. S., & Haris. (2023). Construction validity testing