

KEPUTUSAN INVESTASI KELUARGA DITINJAU DARI PERILAKU *HERDING* DAN *RISK TOLERANCE* SERTA FAKTOR DEMOGRAFI: STUDI DI KOTA TASIKMALAYA

Rita Tri Yusnita¹, Nugraha²

¹Mahasiswa Program Doktor Ilmu Manajemen, FEB, UPI Bandung, Indonesia.

²Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UPI Bandung, Indonesia

ritatri@upi.edu¹

Abstract

This study aims to determine the behavior of individuals in making family investment decisions in terms of herding behavior and risk tolerance as well as demographic factors in the people of the city of Tasikmalaya. Primary data was taken through the distribution of questionnaires with snowball sampling technique and collected as many as 247 samples. Data were analyzed using crosstabs analysis and multiple regression analysis. The results showed that the people of the city of Tasikmalaya were more likely to choose to invest in moderate risk assets and low risk assets, with a fairly low level of herding behavior and a fairly low level of risk tolerance. The results of the study found that there was no significant difference in determining the choice of the type of family investment, between women and men. However, the results of the analysis of other demographic factors (marital status, income, age) showed significant differences in determining the choice of the type of family investment. The results also show that herding behavior and risk tolerance, simultaneously, have a significant effect on family investment decisions. Herding behavior, partially, has no significant effect on investment decisions, but risk tolerance, partially, has a significant effect on investment decisions.

Keywords: *demographic factors; herding; investment decision; risk tolerance*

Abstrak

Studi ini bertujuan untuk mengetahui perilaku individu dalam pengambilan keputusan investasi keluarga ditinjau dari perilaku *herding* dan *risk tolerance* serta faktor demografis pada masyarakat kota Tasikmalaya. Data primer diambil melalui penyebaran kuesioner dengan tehnik *snowball sampling* dan terkumpul sebanyak 247 sampel. Data dianalisis dengan menggunakan analisis *crosstabs* dan analisis *multiple regression*. Hasil penelitian menunjukkan masyarakat kota Tasikmalaya lebih cenderung memilih berinvestasi pada *moderate risk asset* dan *low risk asset*, dengan tingkat perilaku *herding* cukup rendah dan tingkat *risk tolerance* cukup rendah. Hasil penelitian menemukan tidak ada perbedaan yang signifikan dalam menetapkan pilihan jenis investasi keluarga, antara wanita dan pria. Namun hasil analisis dari faktor demografi yang lain (status marital, pendapatan, usia) terdapat perbedaan signifikan dalam menentukan pilihan jenis investasi keluarganya. Hasil penelitian menunjukkan pula bahwa perilaku *herding* dan *risk tolerance*, secara simultan, berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi keluarga. Perilaku *herding*, secara parsial, tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi, namun *risk tolerance*, secara parsial, berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Kata kunci: *faktor demografi; herding; risk tolerance; keputusan investasi.*

Corresponding author : ritatri@upi.edu

History of article: Received: Juni 2021, Revised: Oktober 2021, Published: November 2021

PENDAHULUAN

Studi teori keuangan telah berkembang sejak beberapa dekade terakhir, studi ini mencoba memahami rasionalitas investor di pasar keuangan dengan menggunakan model-model baru. Teori keuangan tradisional berasumsi bahwa ketika investor mengambil keputusan investasi saham, mereka tidak mengalami kesulitan karena mereka memiliki informasi yang baik, hati-hati, dan konsisten.

Manajemen keuangan tradisional memandang bahwa keputusan investasi seseorang didasarkan pada pertimbangan rasional, terutama terkait dengan tingkat keuntungan (*return*) dan risiko dari suatu pilihan investasi (Markowitz, 1952; Sharpe, 1964; Fama, 1970). Namun, aliran pemikiran baru seperti *bounded rationality* (rasionalitas terbatas) (Simon, 1955), *cognitive dissonance* (disonansi kognitif) (Hardyck et al., 1965), *prospect theory* (teori prospek) (Kahneman dan Tversky, 1979) dan *heuristics* (heuristik) (Tversky dan Kahneman, 1974) mematahkan pandangan rasional, karena ternyata investor (baik institusi maupun individu) seringkali tidak konsisten dan berperilaku tidak terduga dalam mengambil keputusan investasi.

Finance Behavior muncul pada tahun 1990-an sejalan dengan tuntutan perkembangan dunia bisnis dan akademik yang mulai menyikapi adanya aspek atau unsur perilaku dalam proses pengambilan keputusan keuangan dan investasi.

Finance Behavior (perilaku keuangan) adalah keterlibatan perilaku yang ada pada diri seseorang yang meliputi emosi, sifat, kesukaan dan berbagai macam hal yang melekat dalam diri manusia sebagai makhluk intelektual dan sosial yang berinteraksi dan melandasi munculnya keputusan melakukan suatu tindakan (Ricciard V. & Simon H; 2000).

Dalam sebuah studinya, Simon (1997) menyatakan bahwa individu jarang memiliki informasi, motivasi atau waktu yang memadai untuk membuat keputusan rasional yang sempurna, sehingga dalam membuat keputusan investasi, seseorang dapat

dipengaruhi oleh sikapnya, baik yang rasional maupun irasional.

Investasi merupakan suatu kegiatan untuk menanamkan modal atau uang yang dilakukan pada saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Keputusan investasi adalah keputusan terkait penempatan sejumlah dana yang ditanamkan pada suatu jenis aktiva, apakah berupa *financial asset* atau *real asset*, dan otomatis akan mempengaruhi perilaku dalam pengambilan keputusan (Yuniningsih; 2020). Ini merupakan suatu proses yang rumit yang melibatkan analisis berbagai faktor personal, teknis dan situasional. Pemahaman aspek psikologi merupakan hal yang penting dalam proses pengambilan keputusan investasi yang efektif.

Dewasa ini, berbagai model/jenis investasi baru banyak bermunculan dan telah menjadi populer atau digemari banyak orang dan investor membuat keputusan tentang pemilihan investasi secara berbeda. Seperti yang dikemukakan sebelumnya, bahwa teori ekonomi paling awal menunjukkan bahwa individu itu rasional dan membuat keputusan dengan mengevaluasi semua informasi yang tersedia. Namun seiring berjalannya waktu, investor menjadi sulit untuk mengambil keputusan investasinya karena harus mempertimbangkan berbagai faktor sebelum mengambil keputusan. Di masa lalu, investor mungkin hanya memiliki keterbatasan informasi saat mengambil keputusan dan investor mengambil keputusan berdasarkan beberapa informasi yang mudah didapat, namun dengan kemajuan teknologi saat ini, investor harus menghadapi tumpukan informasi yang besar untuk mengambil keputusan.

Dalam kondisi seperti itu, tidak mungkin bagi investor untuk mengevaluasi seluruh informasi dengan benar dan membuat keputusan investasi dengan baik/tepat. Hal tersebut menjadikan pengambilan keputusan bukanlah hal yang mudah. Menurut *behavioral finance* terdapat beberapa bias yang menjadi kendala dalam proses pengambilan keputusan yang

menyebabkan seseorang sangat memungkinkan gagal mengambil keputusan yang rasional.

Ada berbagai faktor yang dapat mempengaruhi keputusan investasi seperti rumor, ketersediaan informasi terkait risiko dan pengembalian, latar belakang individu, bias perilaku, dll. Nidhi & Kumar (2017) menemukan bahwa bias perilaku mempengaruhi keputusan investor di India Timur.

Investor dengan tingkat literasi keuangan yang rendah atau kurang mendapatkan informasi pasar akan cenderung mengikuti investor lain (berperilaku *herding*) dalam proses pengambilan keputusan investasinya.

Penelitian Baddley et. al., (2012) menunjukkan bahwa saat memutuskan apakah akan membeli saham atau tidak, sampel subjek eksperimen secara signifikan lebih cenderung setuju dengan kelompok daripada tidak.

Perilaku *herding* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investor di *Indian Stock Market* (Geetha, 2019), di *National Stock Exchange India* (Keswani et. al., 2019) dan di Pakistan (Qasim et al., 2019). Hasil penelitian Luong & Ha (2011) dan Nareswari et. al., (2021) mengungkapkan bahwa faktor *herding* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan investasi. Hasil Penelitian Vijaya (2016) menjelaskan bahwa faktor *herding* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Sedangkan, penelitian Rahman & Gan (2018), Setiawan, Atahau & Robiyanto (2018), Pranyoto, et. al., (2020), Alquraan (2016), mengungkapkan bahwa *herding* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Faktor bias lain yang dapat mempengaruhi keputusan investasi individu adalah *risk tolerance* (toleransi risiko). Teori prospek (*prospect theory*) dari Kahneman dan Tversky (1979) menjelaskan terjadinya bias kognitif yang dapat mempengaruhi seseorang dalam proses pengambilan keputusan dalam kondisi ketidakpastian dan berisiko. Teori prospek menjelaskan

bagaimana suatu keputusan dapat dibuat berdasarkan risiko yang ada.

Setiap individu atau investor memiliki persepsi yang berbeda mengenai tingkat toleransi resiko terkait investasi. Preferensi individu atau investor dalam memilih instrumen investasi dapat dilihat dari – salah satunya – toleransi investor terhadap risiko yang terkandung dalam instrumen investasi tersebut.

Bailey & Kinerson (2005) menemukan bahwa *risk tolerance* merupakan prediktor yang sangat kuat dalam pengambilan keputusan investasi.

Zalvian et. al., (2020) menemukan bahwa investor memperlihatkan perilaku *risk tolerance* dalam keputusan investasinya. Penelitian Adiputra (2021), Salman et. al., (2020), Nidhi & Kumar (2017), Aren & Zengin (2016) menunjukkan pengaruh *risk tolerance* terhadap pilihan investasi. Semakin tinggi tingkat persepsi risiko, hal yang menunjukkan bahwa investor semakin peduli terhadap risiko yang akan dihadapinya, mereka sangat memperhatikan untung rugi dalam berinvestasi dan cenderung ingin memiliki tingkat keamanan yang setara dengan pengembalian yang mereka harapkan.

Seseorang dengan toleransi risiko tinggi cenderung lebih berani melakukan investasi pada aset berisiko tinggi, sedangkan seseorang dengan toleransi risiko rendah memiliki kecenderungan untuk menghindari investasi pada aset berisiko tinggi (Corter & Chen, 2006; Pompian, 2012; Nguyen et al., 2017).

Pradikasari dan Isbanah (2018) membuktikan bahwa *risk tolerance* berpengaruh terhadap keputusan investasi. *Risk tolerance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi (Wardani & Lutfi, 2016; Ainia & Lutfi, 2018; Adielyani & Mawardi, 2020), dan sebaliknya pula, *risk tolerance* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi ibu rumah tangga (Lestari & Wardani, 2020). *Risk tolerance* ditemukan pula pada sikap investor muda dalam

menghadapi keputusan investasi (Yohnson, 2008; Zhuan et. al., 2016).

Risk tolerance ditemukan memiliki dampak langsung dan tidak langsung hubungan (melalui *risk perception*) dengan keputusan alokasi aset berisiko (Nguyen et. al., 2017).

John et al., (2009) menemukan bahwa *behavioral finance* dalam mempengaruhi keputusan investasi ditentukan pula oleh lingkungan dan hal-hal yang mempengaruhi proses informasi untuk pengambilan keputusan investasi. Semakin baik keadaan demografi, maka pengambilan keputusan investasi juga mengarah pada keputusan yang baik.

Perbedaan gender yang signifikan terjadi dalam preferensi investasi untuk asuransi kesehatan, deposito tetap dan investasi pasar di antara karyawan (Bhushan & Medury, 2013). Intensitas investasi dalam saham berbeda antara individu pria dan Wanita (Gill & Biger, 2009). Secara umum, wanita menginvestasikan lebih sedikit uang dan menginvestasikan uang mereka dalam investasi yang kurang berisiko dibandingkan dengan pria, dan perilaku *herding* lebih banyak ditemukan pada wanita (Salem, 2019).

Pengambilan keputusan tercermin jelas dalam pilihan pekerjaan, toleransi risiko, dan preferensi waktu, pekerjaan individu/investor menjadi faktor penting yang mempengaruhi komposisi portofolio (Shtudiner, 2018).

Penelitian Violeta & Linawati (2019) menunjukkan bahwa keputusan investasi dipengaruhi oleh faktor demografi seseorang (jenis kelamin, usia, dan pendapatan).

Faktor demografi mempengaruhi keputusan investasi (Munawar, dkk., 2020). Perbedaan yang signifikan dalam keputusan investasi ditemukan antara responden menurut tingkat pemahaman keuangan, jenis kelamin dan tingkat pendidikan, namun tidak ada perbedaan yang signifikan menurut usia, status perkawinan dan pendapatan (Reswari, 2018). Penelitian Makangiras & Natsir (2020) dan Alquraan et. al., (2016) menemukan bahwa *demographic factor*

tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *investment decision*.

Dewasa ini, terjadi peningkatan kesadaran masyarakat Indonesia akan pentingnya melakukan investasi, terutama bagi mereka yang telah berkeluarga dan memikirkan masa depan pendidikan anak-anaknya, tidak saja terjadi di kota besar, namun di kota kecil sudah mulai nampak. Kesadaran tersebut didukung pula dengan perkembangan *financial teknologi (fintech)* yang cukup pesat di Indonesia.

Adanya *fintech* selain memberikan berbagai kemudahan dalam layanan keuangan, juga memudahkan masyarakat yang ingin berinvestasi, sehingga mendorong peningkatan investasi individu (Bareksa; 2018).

Fenomena tersebut dapat dilihat dari data Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) bahwa data capaian realisasi investasi Triwulan I Tahun 2021 meningkat sebesar 4,3% jika dibandingkan triwulan I Tahun 2020.

Perkembangan teknologi informasi membuat semua informasi semakin mudah diakses, termasuk informasi seputar saham ataupun instrumen investasi lainnya, dengan nilai investasi yang cukup murah sehingga membuka kesempatan bagi masyarakat kebanyakan yang memiliki *budget* terbatas namun ingin melakukan investasi.

Investasi emas ternyata banyak dilirik terutama oleh kaum ibu-ibu dan wanita pekerja atau profesional muda. Banyaknya aplikasi investasi yang mudah digunakan semakin meningkatkan motivasi dan keinginan masyarakat untuk berinvestasi.

Segala kemudahan dan peluang yang ada dengan motivasi, keinginan dan rasa keingintahuan untuk melakukan investasi, juga banyaknya model dan jenis investasi yang tersedia dapat membuat orang / individu bertindak bias dalam pengambilan keputusan investasinya.

Penelitian terkait keputusan pilihan investasi keluarga di lingkungan masyarakat kota Tasikmalaya masih sangat sedikit yang meneliti sebelumnya, khususnya yang dikaitkan dengan variabel perilaku *herding*

dan *risk tolerance* disertai analisis dari sisi faktor demografi. Hal inilah yang membedakan penelitian penulis dengan penelitian yang lain.

Pertanyaan penelitian yang relevan diajukan pada studi ini adalah “Bagaimana pengaruh *herding* dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi keluarga/individu masyarakat kota Tasikmalaya dan apakah faktor demografi berperan pula dalam mempengaruhi keputusan investasi individu?”

KAJIAN PUSTAKA

Investasi adalah penempatan sejumlah dana dengan harapan dapat memelihara, menaikkan nilai, atau memberikan return yang positif (Sutha, 2000). Investasi menurut Tandelilin (2017) adalah suatu komitmen sumber daya yang dilakukan sekarang, untuk mendapatkan sejumlah keuntungan di masa depan.

Investasi dapat dimaknai pula sebagai pengorbanan atas sejumlah sumber daya yang dilakukan saat ini yang ditanamkan dalam bentuk aset / aktiva dengan harapan dan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang atau dengan harapan terjadinya peningkatan nilai aset-aset tersebut.

Keputusan investasi dilakukan saat seseorang menyisihkan sebagian hartanya demi memperoleh harta yang lebih besar di masa depan. Menurut Tandelilin (2017), kapan saja seseorang memutuskan untuk tidak menghabiskan seluruh penghasilan saat ini, maka ia dihadapkan pada keputusan investasi.

Keputusan investasi adalah masalah bagaimana manajer keuangan (dalam penelitian ini masing-masing individu atau keluarga) harus mengalokasikan dana ke dalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang (Sutrisno, 2013).

Perilaku investasi individu atau keluarga akan berkaitan dengan pilihan tentang jenis investasi mana yang akan dipilih. Keputusan investasi juga berarti masalah tentang bagaimana seseorang harus

mengalokasikan dana ke dalam bentuk investasi yang menguntungkan di masa depan.

Ada berbagai jenis aset yang dapat dijadikan investasi. Menurut Tandelilin (2017), ada dua kegiatan utama dalam investasi yaitu:

- a. *Real asset* mencakup bangunan, mobil, tanah, dan emas
- b. *Financial asset* mencakup obligasi, deposito, reksadana, saham, atau surat utang lainnya.

Investasi pada *real asset* (aset nyata) benar-benar melakukan investasi secara langsung mengeluarkan sejumlah dana untuk membeli aset nyata tersebut, seperti membeli emas, tanah, *real estate* atau mendirikan perusahaan. Sedangkan investasi pada *financial asset* (aset keuangan), instrumen ini bukan berupa aset nyata melainkan hanya berupa kertas klaim (bukti) terhadap penerbitnya, dimana investasi dilakukan dengan membeli instrumen keuangan, seperti saham, obligasi, *warrant*, *right issue*.

Pengelompokan investasi lainnya, dapat didasarkan pada tingkat risiko investasinya, yaitu *low risk asset*, *moderate risk asset*, dan *high risk asset* (Lutfi, 2010). *Low risk asset* merupakan investasi yang dilakukan pada produk-produk sektor perbankan, seperti tabungan, deposito, giro. *Moderate risk asset* merupakan investasi yang dilakukan pada sektor riil, yaitu aset yang nampak terlihat wujudnya dan dapat diukur dengan jelas misalnya logam mulia, tanah, rumah, mobil dan sebagainya. Sedangkan *high risk asset* merupakan investasi yang dilakukan pada produk-produk pasar modal, seperti saham, obligasi, reksadana, dll.

Pengambilan keputusan bukanlah hal yang mudah. Menurut *behavioral finance* terdapat beberapa bias yang menjadi kendala dalam proses pengambilan keputusan. Investor seringkali menghadapi dua masalah utama saat mengambil keputusan investasi yaitu dia tidak dapat mengelola emosinya dan dia tidak memiliki pengetahuan tentang pasar keuangan dan kurangnya pemahaman

tentang keuangan dan investasi, sehingga cenderung mengikuti investor lain (berperilaku *herding*).

Dalam pengambilan keputusan, terkadang investor sering mengikuti tindakan investor lain dalam pengambilan keputusan, kejadian tersebut dikenal dengan *Herding Behavior*. Menurut Luong and Ha (2011), *Herding behavior* diidentifikasi sebagai kecenderungan perilaku investor untuk mengikuti tindakan orang lain.

Herding adalah suatu perilaku yang cenderung meniru perbuatan yang dilakukan oleh orang lain dari pada mengikuti keyakinannya ataupun informasi yang dimiliki (Hirshleifer dan Teoh, 2003). *Herding* terjadi ketika informasi pribadi individu diliputi oleh pengaruh informasi publik tentang keputusan kelompok atau keputusan mayoritas kawanannya tertentu. Alasan utama *herding* adalah tekanan atau pengaruh oleh rekan-rekan atau orang-orang terdekat atau sekitar.

Luong dan Ha (2011) menyatakan bahwa investor individual memiliki kecenderungan yang lebih tinggi dalam mengikuti keputusan investor lain dibandingkan dengan investor institusional. Temuan dari Cuong & Jian (2014), Ramdani (2018), Malik dan Elahi (2014) yang melakukan penelitian terhadap perilaku *herding*, memperoleh hasil bahwa *herding* merupakan salah satu faktor yang berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Qasim et. al., (2018), Keswani et. al., (2019), Kartini & Nahda (2021) menyatakan hal yang sama bahwa keputusan investasi investor dipengaruhi secara signifikan oleh perilaku *herding*.

Indikator *herding* menurut Hirshleifer dan Teoh (2003) dapat dilihat dari hal-hal berikut ini:

1. Keputusan investor lain tentang pemilihan jenis investasi berdampak pada keputusan berinvestasi.
2. Keputusan investor lain untuk membeli dan menjual instrumen saham berdampak pada keputusan berinvestasi.
3. Koresponden biasanya bereaksi cepat terhadap perubahan keputusan investor

lain dan mengikuti reaksi mereka terhadap pasar saham.

Teori prospek menjelaskan terjadinya bias kognitif yang dapat mempengaruhi seseorang dalam proses pengambilan keputusan dalam kondisi ketidakpastian dan berisiko (Kahneman & Tversky, 1979). Teori prospek menjelaskan bagaimana suatu keputusan dapat dibuat berdasarkan risiko yang ada. Pada saat investor menghadapi situasi berisiko, ada beberapa objektivitas, emosi, dan faktor psikologis lain yang biasanya mempengaruhi pengambilan keputusan mereka, sehingga menjadi kurang rasional.

Setiap individu atau investor memiliki persepsi yang berbeda mengenai tingkat toleransi risiko terkait investasi. Preferensi individu atau investor dalam memilih instrumen investasi, salah satunya dapat dilihat dari toleransi investor terhadap risiko investasi tersebut. Setiap individu atau investor, umumnya akan selalu mempertimbangkan risiko dalam setiap keputusan investasinya karena dalam investasi melekat dua hal, yaitu *return* dan risiko. Jenis investasi apa yang akan dipilih dan seberapa besar dana yang akan diinvestasikan sangat dipengaruhi oleh toleransi investor terhadap risiko tersebut, yang dinamakan *risk tolerance*.

Risk tolerance adalah tingkat kesediaan seseorang untuk menerima risiko dari suatu investasi. *Risk tolerance* merupakan tingkatan kemampuan individu/investor saat mengambil risiko dalam berinvestasi dan tidaklah selalu sama pada setiap investor yang satu dengan yang investor lainnya (Widyastutik, 2018). Menurut Budiarto (2017) *risk tolerance* merupakan kemampuan yang dapat diterima dalam pengambilan risiko saat melakukan investasi. *Risk tolerance* dapat dipandang pula sebagai cara seseorang dalam merespon dan mengambil tindakan terkait risiko dalam suatu investasi.

Temuan Pak & Mahmood (2015) mengungkapkan bahwa *risk tolerance* individu mempengaruhi pilihan keputusan

investasi tentang saham, sekuritas, dan obligasi.

Menurut Abdul Halim (2005), Setiap investor memiliki tingkat toleransi risiko yang dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu:

1. *Risk seeker* adalah investor yang suka terhadap risiko. Investor dengan tipikal ini selalu bersikap agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi karena mereka tahu bahwa hubungan keuntungan dan risiko adalah positif
2. *Risk neutral* adalah investor yang netral terhadap risiko. Tipe investor ini umumnya cukup fleksibel dan bersikap hati-hati (*pruden*) dalam mengambil keputusan.
3. *Risk averter* adalah investor yang tidak menyukai risiko atau menghindari risiko, sehingga tipe investor ini akan lebih memilih investasi dengan risiko yang lebih rendah.

Faktor demografi dapat pula mempengaruhi keputusan investasi yang dilakukan investor, baik investor individu maupun investor institusi (perusahaan). Faktor demografi adalah suatu ilmu yang mempelajari tentang karakteristik, sikap dan perilaku seseorang yang dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti: jenis kelamin, status pendidikan, dan pendapatan (Ariadi et al., 2015). Faktor-faktor demografi dapat pula meliputi hal-hal seperti usia, status marital, dan pekerjaan. Dalam beberapa penelitian terdahulu ditemukan hasil yang berbeda-beda dari masing-masing faktor demografi terhadap keputusan investasi.

Faktor gender dapat mempengaruhi perilaku keputusan investasi individu. Ditemukan bahwa gender berdampak pada perilaku investasi (Munir, et., al., 2018; Salem, 2019; Alquraan, et. all., 2016; dan Rekik & Boujelbene, 2013).

Sifat dan kepribadian yang berbeda diantara pria dan wanita, memungkinkan adanya perbedaan keinginan dalam pilihan jenis investasi. Begitu pula dengan tingkat pendidikan yang berbeda (yang akan membedakan pemahaman tentang keuangan dan investasi) dapat mempengaruhi keputusan pemilihan investasinya.

METODE PENELITIAN

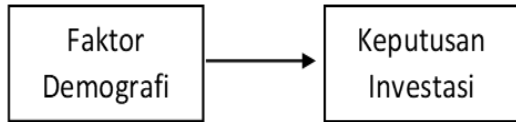
Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif, dengan jenis penelitian deskriptif verifikatif, ditujukan selain menggambarkan kondisi perilaku *herding*, *risk tolerance*, dan keputusan investasi, juga menguji hubungan serta pengaruh *herding* dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi.

Populasi sasaran adalah warga kota Tasikmalaya yang jumlahnya besar dan sulit diketahui jumlahnya dengan pasti. Sebagai batasan ukuran sampel minimal, penulis mengacu pada pernyataan Roscoe (Uma Sekaran, 2017), bahwa untuk penelitian multivariate, ukuran sampel sebaiknya 10x lebih besar dari jumlah variabel dalam penelitian, dan mengacu pula pada aturan umum, bahwa jumlah sampel minimum setidaknya lima kali lebih banyak dari jumlah item pertanyaan yang akan di analisis, dan ukuran sampel akan lebih diterima apabila jumlah sampel minimum setidaknya memiliki rasio 10:1, sehingga ukuran sampel minimal sebesar 120.

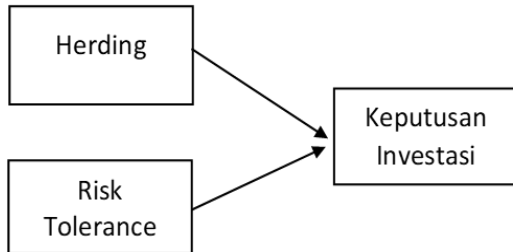
Teknik penarikan sampel yang digunakan adalah *Snowball Sampling* dan berhasil mengumpulkan tanggapan atau jawaban responden sebanyak 247 respon selama periode Maret sampai Mei 2021. Kuesioner disebarakan melalui *Google Form*.

Teknik analisis yang digunakan adalah statistik deskriptif dan analisis statistik inferensial. Untuk menguji hubungan faktor demografi dengan keputusan investasi digunakan analisis *Crosstabs*, meskipun sangat sederhana tetapi memiliki daya menerangkan cukup kuat untuk menjelaskan hubungan antar variabel secara deskriptif, karena disertakan pula analisis statistik Chi Kuadrat (*ChiSquare*). Sedangkan analisis *multiple regression* digunakan untuk menguji pengaruh *herding* dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi. Uji validitas dan reliabilitas dilakukan terlebih dahulu.

Model penelitian dapat dilihat dalam Gambar 1 dan Gambar 2.



Gambar 1. Model Penelitian untuk Analisis *CrossTab*



Gambar 2. Model Penelitian Untuk Analisis *Multiple Regression*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Karakteristik responden dari 247 sampel yang terkumpul disajikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Karakteristik Responden

Kriteria	Jmlh	%
Gender		
Pria	114	46.2
Wanita	133	53.8
Usia		
20-30 thn	93	37.7
31-40 thn	46	18.6
> 41 thn	108	43.7
Pendidikan		
SMA/SMK	26	10.5
Diploma	9	3.6
S1	130	52.6
S2	74	30.0
S3	8	3.2
Pekerjaan		
Pelajar/Kuliah	39	15.8
IRT	21	8.5
Pegawai Swasta	87	35.2
Pegawai Negeri	42	17.0
Wiraswasta	38	15.4
Profesional	20	8.1
Pendapatan		
> 2,5 jt	63	25.5
2,5 - 3,9 jt	35	14.2
4 - 5,49 jt	50	20.2
5,5 - 7 jt	27	10.9
> 7 jt	72	29.1
Status Marital		
Belum Menikah	69	27.9
Menikah Belum Punya Anak	18	7.3
Menikah Punya Anak	158	64.0
Single Parent Punya Anak	2	0.8

Sumber: output SPSS (data diolah)

Analisis deskriptif untuk melihat gambaran kondisi variabel keputusan investasi keluarga, perilaku *herding*, dan *risk tolerance* dapat dilihat pada Tabel 2 dan Tabel 3.

Tabel 2 Deskripsi Keputusan Investasi

Keputusan Investasi				
		Frequency	Percent	Cumulative Percent
Valid	Low Risk	92	37.2	37.2
	Moderate Risk	125	50.6	87.9
	High Risk	30	12.1	100.0
	Total	247	100.0	

Sumber: output SPSS (data diolah)

Tabel 3 Statistik Deskriptif

		Herding	Risk Tolerance	Kep. Investasi
N	Valid	247	247	247
	Missing	0	0	0
Mean		14.6073	8.7652	1.7490
Median		15.0000	8.0000	2.0000
Std. Deviation		4.04995	2.61980	.65778
Minimum		5.00	4.00	1.00
Maximum		25.00	20.00	3.00

Sumber: output SPSS (data diolah)

Tabel 2 dan Tabel 3 menunjukkan bahwa masyarakat kota Tasikmalaya cenderung memilih investasi individu atau investasi keluarganya pada *moderate risk asset* dan pada *low risk asset*, artinya masyarakat kota Tasikmalaya lebih memilih untuk berinvestasi pada aset berupa logam mulia dan bentuk *property* (tanah, perumahan, kendaraan, dll.), juga berinvestasi dalam bentuk simpanan di bank. Hal ini diperkuat dengan nilai rata-rata *risk tolerance* di atas median, yang menunjukkan masyarakat kota Tasikmalaya cenderung menghindari risiko (pertanyaan yang diajukan dalam kuesioner lebih mengarah pada penghindaran resiko). Artinya, masyarakat kota Tasikmalaya pada umumnya memiliki *risk tolerance* yang cukup rendah.

Hasil analisis *crosstabs* untuk menjelaskan hubungan faktor demografi

dengan keputusan investasi dipaparkan di bawah ini dengan bantuan Tabel 4.

Tabel 4
Analisis *Crosstabs*

Keputusan Investasi				
Gender	Low Risk	Moderate Risk	High Risk	Total
Wanita	53	66	14	133
Pria	39	59	16	114
Total	92	125	30	247
	Value	df	Asymp.Sig. (2-sided)	
Pearson Chi-Square	1.201	2	0.548	

Keputusan Investasi				
Status Marital	Low Risk	Moderate Risk	High Risk	Total
BM	44	10	15	69
M & BPA	3	10	5	18
M & PA	44	104	10	158
SP & PA	1	1	0	2
Total	92	125	30	247
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	
Pearson Chi-Square	57.503 ^a	6	0.000	

Keputusan Investasi				
Pendapatan	Low Risk	Moderate Risk	High Risk	Total
< 2,5 jt	42	6	15	63
2,5 - 3,9 jt	13	18	4	35
4 - 5,49 jt	18	31	1	50
5,5 - 7 jt	5	20	2	27
> 7 jt	14	50	8	72
Total	92	125	30	247
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	
Pearson Chi-Square	65.486 ^a	8	0.000	

Keputusan Investasi				
Usia	Low Risk	Moderate Risk	High Risk	Total
20-30 thn	50	23	20	93
31-40 thn	15	29	2	46
> 41 thn	27	73	8	108
Total	92	125	30	247
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	
Pearson Chi-Square	42.300 ^a	4	0.000	

Sumber: output SPSS (data diolah)

Berdasarkan Tabel 4, wanita cenderung memilih untuk berinvestasi pada *low risk asset* dan *moderate risk asset* dibandingkan

pria, artinya wanita lebih memilih untuk berinvestasi aman. Namun perbedaan tersebut tidak signifikan, tidak ada keterkaitan antara gender dengan keputusan investasi. Dengan kata lain, baik wanita maupun pria tidak ada perbedaan yang signifikan dalam menetapkan pilihan jenis investasinya.

Terdapat keterkaitan antara status marital dengan keputusan investasi keluarga, artinya status marital individu secara signifikan membuat perbedaan dalam memilih dan menetapkan jenis investasi keluarga. Responden dengan status menikah dan memiliki anak, lebih memilih berinvestasi pada *moderate risk asset* dan *low risk asset*. Hal yang menarik dapat dilihat dari responden yang berani berinvestasi pada *high risk asset*, ternyata mayoritas adalah yang belum menikah, kemungkinan hal ini terjadi karena mereka belum memiliki beban tanggungan keluarga sehingga lebih bebas mencoba investasi dengan risiko tinggi.

Terdapat keterkaitan antara pendapatan dengan keputusan investasi, artinya besaran pendapatan individu membuat perbedaan signifikan dalam menetapkan pilihan jenis investasi keluarga. Responden yang berpendapatan di atas Rp 2.500.000 lebih memilih berinvestasi pada *moderate risk asset*. Sedangkan responden yang berpendapatan di bawah Rp 2.500.000 lebih memilih berinvestasi pada *low risk asset*. Namun hal yang menarik adalah bahwa dari 30 responden yang memilih *high risk asset*, mayoritas adalah yang berpendapatan di bawah Rp 2.500.000. Kemungkinan adalah mereka yang belum berkeluarga dan berusia muda, dan baru mulai bekerja dengan pendapatan yang masih relatif rendah, sehingga lebih berani mengambil risiko.

Terdapat keterkaitan antara usia dengan keputusan investasi, artinya usia individu membuat perbedaan signifikan dalam menetapkan pilihan jenis investasi. Responden yang berusia di atas 30 tahun cenderung memilih berinvestasi pada *moderate risk asset*, hal ini dapat dipahami mengingat dengan usia tersebut sangat besar

kemungkinannya mereka telah memiliki pendapatan tetap dan berkeluarga. Responden dengan usia 20-30 tahun cenderung lebih banyak memilih *low risk asset*, meskipun ternyata porsi terbesar yang memilih *high risk asset* adalah dari kelompok usia 20 – 30 tahun. Untuk menjelaskan hal ini, terkait dengan status marital dan pendapatan. Usia 20 – 30 tahun umumnya belum menikah sehingga mereka lebih bebas dalam memilih keputusan investasinya, dan usia muda lebih berani mengambil resiko.

Selanjutnya menguji pengaruh variabel perilaku *herding* dan *risk tolerance* baik secara simultan maupun parsial terhadap keputusan investasi. Alat analisis yang digunakan adalah analisis *multiple regression*.

Hasil output pengolahan data melalui SPSS dapat dilihat dalam Tabel 5, Tabel 6, dan Tabel 7.

Tabel 5
Output Koefisien Determinasi

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.176 ^a	.031	.023	.65015

a. Predictors: (Constant), Risk Tolerance, Herding

Tabel 6
Hasil Uji Statistik F

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.299	2	1.649	3.902	.021 ^b
	Residual	103.138	244	.423		
	Total	106.437	246			

a. Dependent Variable: Kep. Investasi

b. Predictors: (Constant), Risk Tolerance, Herding

Tabel 7
Hasil Uji Statistik T

Model	B	t	Sig.
(Constant)	1.682	8.264	.000
Herding	-.017	-1.689	.092
Risk Tolerance	.036	2.302	.022

Sumber: output SPSS (data diolah)

Berdasarkan hasil uji statistik F dapat disimpulkan bahwa perilaku *herding* dan

risk tolerance, secara simultan, berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dengan besar pengaruh 3,1%.

Berdasarkan hasil uji statistik t diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 1,682 - 0,017X_1 + 0,036X_2 + e$$

Nilai koefisien regresi perilaku *herding* sebesar - 0,017 menunjukkan arah pengaruh perilaku *herding* terhadap keputusan investasi adalah negatif namun tidak signifikan, ditunjukkan dengan nilai Sig 0,092 yang lebih besar dari nilai alpha 0,05. Hal ini mengandung makna bahwa perilaku *herding* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi di kota Tasikmalaya.

Tidak signifikannya pengaruh perilaku *herding* terhadap keputusan investasi diperjelas pula dengan nilai *mean* variabel *herding* di bawah nilai mediannya (Tabel 3. Statistik Deskriptif), yang berarti masyarakat di Tasikmalaya cenderung tidak berperilaku *herding* saat dihadapkan pada keputusan investasinya. Pengaruh perilaku *herding* yang tidak signifikan terhadap keputusan investasi mengandung makna bahwa pilihan investasi masyarakat kota Tasikmalaya tidak mempertimbangkan atau mengikuti saran maupun gerakan investor atau kelompok kawan yang lain.

Nilai koefisien regresi *risk tolerance* sebesar 0,036 menunjukkan arah pengaruh *risk tolerance* terhadap keputusan investasi adalah positif dan signifikan, ditunjukkan dengan nilai Sig 0,022 yang lebih kecil dari nilai alpha 0,05. Hal ini mengandung makna bahwa *risk tolerance* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi di kota Tasikmalaya.

Pengaruh *risk tolerance* terhadap keputusan investasi yang signifikan diperjelas pula dengan nilai *mean* variabel *risk tolerance* yang lebih besar dari nilai mediannya (Tabel 3. Statistik Deskriptif), yang berarti masyarakat di Tasikmalaya cenderung dipengaruhi tingkat toleransinya terhadap resiko saat dihadapkan pada keputusan investasinya. Pengaruh *risk*

tolerance yang signifikan terhadap keputusan investasi mengandung makna bahwa masyarakat kota Tasikmalaya dalam menentukan pilihan investasi keluarganya mempertimbangkan resiko yang melekat atau terkandung dalam investasi tersebut.

Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa masyarakat kota Tasikmalaya lebih mengutamakan pertimbangan resiko di saat dihadapkan pada pilihan keputusan investasi individu / keluarga daripada “terbawa arus” untuk ikut-ikutan memilih investasi yang dipilih orang lain atau sekawan / kelompok lain. Artinya, masyarakat kota Tasikmalaya lebih memilih berinvestasi aman, dan ini dapat ditunjukkan dengan, sebanyak 50,6% responden memilih investasi pada *moderate risk asset* dan 37,2% responden memilih investasi pada *low risk asset*.

Hasil penelitian penulis sejalan dengan hasil penelitian Rahman & Gan (2018), Alquraan (2016), Pranyoto, dkk., (2020), Pradikasari & Isbanah (2018), Wardani & Lutfi (2016), Ainia & Lutfi (2018), dan Zhuan et. al., (2016).

Penelitian terkait keputusan pilihan investasi keluarga di lingkungan masyarakat kota Tasikmalaya masih sangat sedikit yang meneliti sebelumnya, khususnya yang dikaitkan dengan variabel perilaku *herding* dan *risk tolerance* disertai analisis dari sisi faktor demografi. Hal inilah yang membedakan penelitian penulis dengan penelitian yang lain.

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku *herding* dan *risk tolerance*, secara simultan, berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi individu atau keluarga pada masyarakat kota Tasikmalaya. Perilaku *herding* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi individu atau keluarga, namun *risk tolerance* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi individu atau keluarga.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat peran dan pengaruh faktor

demografi (status marital, pendapatan, usia) terhadap keputusan investasi, kecuali faktor gender, tidak ada perbedaan yang signifikan dalam keputusan pilihan jenis investasi individu atau keluarga, antara wanita dan pria.

Dalam menentukan pilihan jenis investasi individu atau keluarga, masyarakat kota Tasikmalaya lebih mempertimbangkan resiko investasi dan ketersediannya menerima resiko tersebut, sehingga mencari investasi cukup aman, daripada harus mengikuti pilihan investasi individu/keluarga lain atau kelompok lain, meskipun investasi tersebut banyak dipilih oleh orang lain.

Dalam penelitian ini, penulis hanya fokus pada dua bias yaitu perilaku *herding* dan *risk tolerance*, sementara bias perilaku banyak sekali macamnya.

Dengan demikian hasil penelitian ini dapat dilanjutkan atau dikembangkan oleh peneliti berikutnya, dengan menambahkan beberapa variabel perilaku bias yang lain, seperti *loss aversion*, *overconfidence*, *regret aversion*, dan faktor demografi lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Halim. (2005). *Analisis Investasi*, Edisi 2. Jakarta: PT. Salemba Empat.
- Adielyani, D. & Mawardi, W. (2020). The Influence of Overconfidence, Herding Behavior, and Risk Tolerance on Stock Investment Decisions: The Empirical Study of Millennial Investors in Semarang City. *Maksipreneur*, 10(1), 89-101. DOI: <http://dx.doi.org/10.30588/jmp.v10i1.691>
- Adiputra, I.G. (2021). The Influence of Overconfidence, Representative Bias, and Risk Tolerance in Investment Decision Making: Evidence on stock investors in Indonesia. *Journal of Hunan University Natural*, 48(4), 196-205. <http://jonuns.com/index.php/journal/article/view/562>
- Ainia, NSN., dan Lutfi., L. (2018). The Influence of Risk Perception, Risk Tolerance, Overconfidence, and Loss

- Aversion Towards Investment Decision Making. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 21 (3), 401-413.
- Alquraan, T., Alqisie, A., and Al Shorafa, A. (2016). Do Behavioral Finance Factors Influence Stock Investment Decisions of Individual Investors? (Evidences from Saudi Stock Market). *American International Journal of Contemporary Research*, 6 (3), 159-169.
- Aren, S., & Zengin, AN, (2016). Influence of Financial Literacy and Risk Perception on Choice of Investment. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 235, November 2016, 656-663
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.047>.
- Ariadi, R., Malelak, M.I., & Astuti, D. (2015). Analisa Hubungan Financial Literacy dan Demografi dengan Investasi, Saving dan Konsumsi. *Journal of Finesta*, 3(1): 7-12.
- Baddeley, M., Burke, C., Schultz, W., & Tobler, P. (2012). Herding in Financial Behaviour: A Behavioural and Neuroeconomic Analysis of Individual Differences. <https://doi.org/10.17863/CAM.1041>
- Bailey, J. J., & Kinerson, C. (2005). Regret Avoidance and Risk Tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 16 (1), 23–28.
- Bhushan, P., & Medury, Y. (2013). Gender Differences in Investment Behaviour among Employees. *Asian Journal of Research in Business Economics and Management*, 3(12), 147-157.
- Budiarto, A. & Susanti. (2017). Pengaruh Financial Literacy, Overconfidence, Regret Aversion Bias, Dan Risk Tolerance Terhadap Keputusan Investasi. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 5(2), 1-9.
- Corter, JE., & Chen, YJ. (2006). Do Investment Risk Tolerance Attitudes Predict Portfolio Risk? *Journal of Business and Psychology*, 20(3), 369-381. DOI:10.1007/s10869-005-9010-5
- Cuong, P.K. & Jian, Zhou. (2014). Factors Influencing Individual Investors' Behavior: An Empirical Study of the Vietnamese Stock Market. *American Journal of Business and Management*, 3(2).
- Geetha, SN. (2019). Herd Behavior of Investment: An Assesment of Indian Stock Market. *Paripex-Indian Journal of Research*, 8 (7).
- Gill, A. & Biger, N. (2009). Gender differences and factors that affect Stock Investment Decision of Western Canadian investors. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 1(2), 135-151.
- Hirshleifer, D., and Teoh, S.H. (2003). Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *European Financial Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00207>
- Kartini, K., & Nahda, K. (2021). Behavioral Biases on Investment Decision: A Case Study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 1231–1240. doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.1231
- Keswani, S., Dhingra, V. & Wadhwa, B. (2019). Impact of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of National Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 11(8).
- Lestari, M.D. & Wardani, D.K. (2020). Pengaruh Literasi Keuangan, Risk Tolerance, dan Status Pekerjaan Terhadap Keputusan Investasi. *Jurnal Keuangan dan Bisnis*, 18(1), 89-106.
- Luong, L.P. and Thu Ha, D.T. (2011) *Behavioral Factors Influencing Individual Investors' Decision-Making and Performance. A Survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange*. Unpublished M.Sc. Thesis, Umea School of Business.
- Lutfi. (2010). The Relationship between Demographic Factors and Investment

- Decision in Surabaya. *Journal of Economic, Business and Accountancy Ventura*, 13 (3), 213-224.
- Makangiras, TA. & Natsir, K. (2020). Pengaruh Personality Traits, Demographic Factor dan Risk Taking Attitude Terhadap Investment Decision pada Pengusaha Mikro, Kecil, dan Menengah. *Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan*, 2 (2), 561-568.
- Malik, S.U. & Elahi, M.A. (2014). Analysis of Herd Behavior Using Quantile Regression: Evidence from KSE. *MPRA Paper* No. 55322. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/55322>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, March, 77-91.
- Munawar, A., Suryana, S. & Nugraha, N. (2020). Pengaruh Literasi Keuangan dan Faktor Demografi Terhadap Pengambilan Keputusan Berinvestasi. *Akuntabilitas*, 14 (2), 253-268. DOI: <https://doi.org/10.29259/ja.v14i2.11480>
- Munir, IU., Yue, S., Ijaz, MS., Zaidi, SY., and Hussain, S. (2018). Effect of Emotional Intelligence on Behavior of Investment: Possible Role of Financial Literacy and Gender. *Asia Proceedings of Social Sciences*, 2(2), 79-83.
- Nareswari, N., Salsabila Balqista, A., & Priyo Negoro, N. (2021). The Impact of Behavioral Aspects on Investment Decision Making. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 10(1), 15-27. <https://doi.org/10.33059/jmk.v10i1.312>
- Nguyen, LTM., Gallery, G., & Newton, C. (2017). The Influence of Financial Risk Tolerance on Investment Decision-Making in a Financial Advice Context. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 10 (3), 3-22.
- Nidhi, K. & Kumar, S.A. (2017). Cognitive and behavioral biases influencing investment performance. *International Journal of Multidisciplinary Research*, 7(8), 49-62.
- Pak, O. & Mahmood, M. (2015). *Impact of Personality on Risk Tolerance and Investment Decisions. International Journal of Commerce and Management*, 25 (4), 370-384.
- Pompian, M. (2012). *Behavioral Finance and Wealth Management*. USA: John Wiley and sons.
- Pradikasari, E. & Isbanah, Y. (2018). Pengaruh Financial Literacy, Illusion Of Control, Overconfidence, Risk Tolerance, dan Risk Perception Terhadap Keputusan Investasi pada Mahasiswa di Kota Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6 (4), 424-434.
- Pranyoto, E., Susanti, S., & Septiyani, S. (2020). Herding Behavior, Experienced Regret dan Keputusan Investasi pada Bitcoin. *Jurnal Bisnis Darmajaya*, 6(1), 29-43.
- Qasim, M., Hussain, RY., Mehboob, I., and Arshad, M. (2019). Impact of Herding Behavior and Overconfidence Bias on Investor's Decision Making in Pakistan. *Accounting*, 5 , 81-90.
- Rahman, M., & Gan, S. S. (2020). Generation Y investment decision: an analysis using behavioral factors. *Managerial Finance*, 46(8), 1023–1041. doi:10.1108/mf-10-2018-0534
- Ramdani, F. N. (2018). *Analisis Pengaruh Representativeness Bias dan Herding Behavior dalam Pengambilan Keputusan Investasi (Studi Pada Mahasiswa Di Yogyakarta)*. (Skripsi) Universitas Islam Indonesia. <https://dspace.uui.ac.id/bitstream/handle/123456789/10549/JURNAL%20FEBI.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Rekik, Y.M. & Boujelbene, Y. (2013). Determinants of Individual Investors' Behaviors: Evidence from Tunisian Stock Market. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 8(2), 109-119.
- Reswari, W.A. (2018). *The Impact of Financial Literacy and Socio-Economic and Demographic Factors on Investment Decision in Indonesia Capital Market* (Thesis). Universitas Indonesia.
- Rushdi, N.J. & Sushma, S. (2019). Establishing an Association Between

- Risk Tolerance and Behavioral Biases Among Indian Investors. *International Journal of Engineering and Advanced Technology*, 9(2), 1378-1382. DOI: 10.35940/ijeat.B2637.129219
- Salem, R. (2019). Examining the investment behavior of Arab women in the stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 22, 151–160. doi:10.1016/j.jbef.2019.03.001
- Salman, M., Khan, B., Khan, S.Z., & Khan, R.U. (2020). The Impact of Heuristic Availability Bias on Investment Decision-Making: Moderated Mediation Model. *Bus Strat Dev*, 1–12. <https://doi.org/10.1002/bsd2.148>
- Sharpe, William F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19, September, 425-442.
- Sekaran, U. & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach, 7th Edition*. United Kingdom: John Wiley & Sons.
- Setiawan, Y.C., Atahau, A., & Robiyanto, R. (2018). Cognitive Dissonance Bias, Overconfidence Bias dan Herding Bias dalam Pengambilan Keputusan Investasi Saham. *Accounting and Financial Review*, 1(1), 17-25.
- Shtudiner, Z. (2018). Risk Tolerance, Time Preference, and Financial Decision-Making: Differences between Self-employed People and Employees. *Modern Economy*, 9(12), 2150-2163. DOI: [10.4236/me.2018.912133](https://doi.org/10.4236/me.2018.912133)
- Sugiyono. (2018). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sutha, I.P.G.A. (2000). *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: Yayasan SAD Satria Bhakti.
- Sutrisno. (2013). *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep & Aplikasi*. Jakarta: Ekonisia
- Tandelilin, Eduardus. (2017). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Vijaya, E. (2016). An empirical analysis on behavioural pattern of Indian retail equity investors. *Journal of Resources Development and Management*, 16, 103-112.
- Violeta, J. & Linawati, N. (2019). Pengaruh Anger Traits, Anxiety Traits, dan Faktor Demografi terhadap Keputusan Investasi. *Jurnal Manajemen Pemasaran*, 13(2), 89-96. DOI: [10.9744/pemasaran.13.2.89-96](https://doi.org/10.9744/pemasaran.13.2.89-96)
- Wardani, A.K. & Lutfi. (2016). Pengaruh Literasi Keuangan, Experienced Regret, Risk Tolerance, dan Motivasi pada Keputusan Investasi Keluarga Dalam Perspektif Masyarakat Bali. *Journal of Business and Banking*, 6(2), 195– 214.
- Widyastutik. (2018). Pengaruh Experientet Regret, Risk Tolerance dan Jenis Pekerjaan terhadap Pengambilan Keputusan Investasi Saham di Surabaya. (Artikel Jurnal Ilmiah). Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.
- Yohnson. (2008). Regret Aversion Bias dan Risk Tolerance Investor Muda Jakarta dan Surabaya. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 10 (2), 163-168.
- Yuniningsih. (2020). *Perilaku Keuangan dalam Berinvestasi*. Sidoarjo: Indomedia Pustaka.
- Muhammad, Z., Tulus, H. & Hunik, S.R.S. (2020). Investors psychology on the biased investment decision: The mediating effect of extra-motivation to invest. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 24(4), 506-519. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v24i4.4837>
- Zhuan, A.S., Ying, C.C., Boon, K.S., Hui, S.L., & Hong, W.C. (2016). *The Effect of Personality Traits and Demographic Characteristics Towards Risk Tolerance and Investment Decision Making* (Dissertation). Universiti Tunku Abdul Rahman.

