

Investment Decision-Making Under Behavioral And Market Influences

¹Badriatul Mawadah

²Rezel lim

³Candy

⁴Yandi Suprpto

Universitas International Batam

Email: badriatulmawadah@uib.ac.id

Abstract. This study examines the effects of herding behaviour, perceived market efficiency, and investment performance on the investment decisions of individual investors in the Indonesian capital market, while investigating investor experience as both a direct predictor and a moderating variable. A quantitative approach was employed using data from 225 individual investors, and the proposed relationships were analyzed using Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM). The results show that herding behaviour has no significant effect on investment decisions, whereas perceived market efficiency has a significant negative effect and investment performance has a significant positive effect. Investor experience has a positive and significant direct effect on investment decisions. Furthermore, investor experience positively moderates the relationship between perceived market efficiency and investment decisions and negatively moderates the relationship between investment performance and investment decisions, but does not significantly moderate the effect of herding behaviour. These findings extend the behavioral finance literature by demonstrating that investor experience functions as a boundary condition that alters the effects of market perceptions and prior investment performance on investment decisions. Practically, the findings highlight the importance of investor education that strengthens market information evaluation, risk assessment, and learning from previous investment outcomes rather than relying primarily on social investment cues.

Keywords: *Herding Behaviour, Investment Performance, Perceive Market Efficiency, Investment Decisions, Investor Experience*

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, pasar modal Indonesia mengalami pertumbuhan yang signifikan, terutama ditandai oleh meningkatnya partisipasi investor individu. Peningkatan tersebut menunjukkan semakin luasnya keterlibatan masyarakat dalam aktivitas investasi di pasar keuangan negara berkembang (Nugraha & Rahadi, 2021). Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menunjukkan bahwa jumlah investor pasar modal Indonesia telah melampaui 20 juta *Single Investor Identification* (SID) pada akhir 2025, meningkat secara substansial dibandingkan sekitar 12 juta investor pada 2023. Lebih dari 54% investor tersebut berasal dari kelompok usia di bawah 30 tahun (KSEI, 2025). Pertumbuhan basis investor ini merupakan perkembangan positif bagi pasar modal Indonesia karena investor individu berkontribusi terhadap likuiditas dan aktivitas perdagangan. Namun, peningkatan jumlah investor belum tentu diikuti oleh peningkatan kualitas

pengambilan keputusan investasi. Investor individu masih menghadapi keterbatasan kemampuan analisis, asimetri informasi, bias kognitif, serta pengaruh emosional yang dapat menyebabkan keputusan investasi menyimpang dari asumsi rasionalitas (Valcanover et al., 2020).

Salah satu fenomena perilaku yang relevan dalam menjelaskan kondisi tersebut adalah *herding behaviour*, yaitu kecenderungan investor mengikuti keputusan atau tindakan investor lain daripada sepenuhnya mengandalkan analisis independen (Ahmad, 2021). Perilaku ini menjadi semakin relevan seiring berkembangnya media sosial, forum investasi, dan komunitas digital yang mempercepat penyebaran informasi, opini, dan tren investasi. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga menyoroti kecenderungan *fear of missing out* (FOMO) dan keputusan investasi berbasis tren tanpa didukung analisis fundamental yang memadai di kalangan investor muda Indonesia (OJK, 2024). Ketika ketidakpastian pasar meningkat dan kualitas informasi sulit dievaluasi, investor dapat lebih mengandalkan tindakan kolektif sebagai sinyal dalam menentukan keputusan investasi (Tseng et al., 2025). Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak hanya dibentuk oleh informasi fundamental, tetapi juga oleh interaksi sosial dan respons perilaku investor.

Selain pengaruh sosial, keputusan investasi juga dapat dipengaruhi oleh bagaimana investor memandang kemampuan pasar dalam mengolah informasi. Konsep *perceived market efficiency* menggambarkan persepsi investor mengenai sejauh mana harga aset telah mencerminkan informasi yang tersedia di pasar. Persepsi tersebut berbeda dari efisiensi pasar sebagai kondisi objektif karena menekankan pada keyakinan subjektif investor terhadap kualitas dan kecepatan informasi yang tercermin dalam harga. Perbedaan persepsi mengenai efisiensi pasar dapat memengaruhi tingkat kepercayaan investor terhadap harga pasar dan informasi yang digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan (Yuliana et al., 2024). Investor yang meyakini bahwa pasar secara efektif mencerminkan informasi dapat menunjukkan pola pengambilan keputusan yang berbeda dibandingkan investor yang menganggap terdapat peluang memperoleh keuntungan dari informasi yang belum sepenuhnya tercermin dalam harga.

Keputusan investasi saat ini juga tidak terlepas dari pengalaman hasil investasi sebelumnya. *Previous investment performance* mengacu pada keuntungan atau kerugian yang telah dialami investor dari aktivitas investasi pada periode sebelumnya (Rzeszut & Kazak, 2024). Investor dapat menggunakan pengalaman keberhasilan maupun kegagalan tersebut sebagai referensi ketika mengevaluasi pilihan investasi berikutnya. Kinerja masa lalu yang positif, misalnya, dapat meningkatkan keyakinan untuk kembali melakukan investasi atau mengambil keputusan tertentu. Sebaliknya, pengalaman kerugian dapat mendorong investor menjadi lebih berhati-hati. Meskipun demikian, kinerja historis tidak selalu mampu memprediksi hasil investasi pada masa mendatang (Walters & Fernbach, 2021). Dengan demikian, ketergantungan terhadap kinerja investasi sebelumnya juga dapat menghasilkan keputusan yang tidak sepenuhnya didasarkan pada kondisi fundamental saat ini.

Meskipun *herding behaviour*, *perceived market efficiency*, dan *previous investment performance* telah dikaji dalam literatur keputusan investasi, masih terdapat empirical gap mengenai konsistensi pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap *investment decisions*. Sejumlah penelitian menemukan bahwa *herding behaviour* memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi (Adil et al., 2022; Pratiknjo et al., 2024; Rahman & Gan, 2020). Sementara penelitian lainnya menunjukkan bahwa pengaruh tersebut dapat berbeda berdasarkan kondisi pasar dan karakteristik investor (Buulolo et al., 2026). Temuan mengenai *perceived market efficiency* dan *investment performance* juga belum sepenuhnya konsisten dalam menjelaskan keputusan investor, terutama pada konteks pasar modal negara berkembang. Inkonsistensi tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara faktor perilaku dan keputusan investasi mungkin tidak bersifat universal, tetapi bergantung pada karakteristik tertentu yang dimiliki investor.

Investor experience berpotensi menjelaskan perbedaan dalam pengambilan keputusan investasi karena pengalaman membantu investor mengevaluasi informasi, memahami risiko, dan belajar dari keputusan sebelumnya (Syukur et al., 2025). Namun, penelitian terdahulu lebih banyak menempatkan pengalaman sebagai determinan langsung keputusan investasi, sementara perannya sebagai moderator masih terbatas. Hal ini menunjukkan adanya *theoretical and mechanism gap*, khususnya mengenai apakah *investor experience* dapat mengubah pengaruh *herding behaviour*, *perceived market efficiency*, dan *previous investment performance* terhadap *investment decisions*. Kesenjangan tersebut semakin relevan dalam konteks Indonesia, yang mengalami pertumbuhan investor individu dan didominasi kelompok usia muda dengan tingkat pengalaman investasi yang beragam. Kondisi ini membentuk *contextual gap* sekaligus memberikan konteks yang relevan untuk menguji peran *investor experience*. Secara teoretis, penelitian ini mengintegrasikan *Behavioral Finance Theory* untuk menjelaskan pengaruh faktor perilaku dan pengalaman terhadap keputusan investasi serta *Efficient Market Hypothesis* (EMH) untuk menjelaskan *perceived market efficiency* sebagai persepsi investor mengenai sejauh mana informasi tercermin dalam harga aset.

Berdasarkan kesenjangan tersebut, penelitian ini mengintegrasikan *herding behaviour*, *perceived market efficiency*, *previous investment performance*, dan *investor experience* dalam menjelaskan *investment decisions* investor individu di Indonesia. Secara khusus, penelitian ini menguji *investor experience* sebagai determinan langsung sekaligus moderator hubungan ketiga faktor tersebut dengan keputusan investasi. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan memperluas literatur *behavioral finance* dengan menjelaskan peran pengalaman sebagai *boundary condition* dalam pengambilan keputusan investasi serta memberikan implikasi bagi pengembangan edukasi dan perlindungan investor berdasarkan tingkat pengalaman mereka.

LANDASAN TEORI

Behavioral Finance Theory menjelaskan bahwa keputusan investor tidak selalu sepenuhnya rasional karena dapat dipengaruhi oleh faktor psikologis, sosial, pengalaman, dan bias kognitif (Barberis & Thaler, 2003). Teori ini digunakan untuk menjelaskan peran *herding behaviour*, *investment performance*, dan *investor experience* dalam pengambilan keputusan investasi. Sementara itu, *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan informasi yang tersedia di pasar (Fama, 1970). Dalam penelitian ini, EMH digunakan untuk menjelaskan *perceived market efficiency*, yaitu persepsi investor mengenai sejauh mana informasi pasar telah tercermin dalam harga aset.

Herding behaviour merupakan kecenderungan investor mengikuti keputusan investor lain dibandingkan melakukan analisis secara independen (Journal & Economics, 2024). Perilaku ini dapat muncul ketika investor menghadapi ketidakpastian dan keterbatasan informasi. Penelitian Khattak dan Siddiqui (2021) dan Rehman et al. (2024) menunjukkan bahwa *herding behaviour* berpengaruh terhadap keputusan investasi, meskipun pengaruhnya dapat berbeda berdasarkan kondisi pasar dan karakteristik investor (Buulolo et al., 2026). Dengan demikian, peneliti menyimpulkan bahwa:

H1: *Herding behaviour* berpengaruh signifikan terhadap investment decision.

Perceived market efficiency menggambarkan persepsi investor mengenai kemampuan harga pasar dalam mencerminkan informasi yang tersedia. Persepsi terhadap efisiensi pasar dapat membentuk keyakinan investor dalam mengevaluasi informasi dan menentukan keputusan investasi (Pathak & Thapa, 2024; Waqas et al., 2023; Zulfiqar et al., 2018). Berdasarkan EMH, informasi yang tercermin dalam harga menjadi salah satu dasar investor dalam mengevaluasi peluang investasi (Fama, 1970). Oleh karena itu, peneliti menyimpulkan bahwa:

H2: *Perceived market efficiency* berpengaruh signifikan terhadap investment decision.

Investment performance mencerminkan hasil investasi yang diperoleh investor dan dapat menjadi referensi dalam menentukan keputusan investasi berikutnya (Rzeszut & Kazak, 2024). Meskipun kinerja historis tidak selalu dapat memprediksi hasil investasi di masa depan, investor tetap dapat menggunakan pengalaman keuntungan atau kerugian sebelumnya sebagai pertimbangan dalam mengambil keputusan (Walters & Fernbach, 2021), dengan demikian peneliti menyimpulkan bahwa:

H3: *Investment performance* berpengaruh signifikan terhadap investment decision.

Investor experience dapat mengubah pengaruh *herding behaviour* terhadap *investment decision* karena pengalaman membantu investor mengembangkan kemampuan dalam mengevaluasi informasi, memahami risiko, dan belajar dari keputusan sebelumnya (Dang, 2024; Syukur et al., 2025). Dalam perspektif *Behavioral Finance Theory*, investor yang lebih berpengalaman memiliki lebih banyak referensi untuk melakukan evaluasi secara independen sehingga respons

terhadap tindakan investor lain dapat berbeda dibandingkan investor yang kurang berpengalaman. Syukur et al. (2025) menunjukkan bahwa *investment experience* dapat melemahkan pengaruh *herding behaviour* terhadap keputusan investasi pada kelompok investor tertentu, sedangkan Aziz et al. (2024) menunjukkan bahwa efek moderasi pengalaman terhadap *behavioral biases* tidak selalu signifikan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa pengalaman dapat menjadi *boundary condition* dalam hubungan antara *herding behaviour* dan keputusan investasi (Dang, 2024; Syukur et al., 2025). Oleh karena itu, pengalaman investor diperkirakan dapat mengubah cara investor merespons *herding behaviour*, *perceived market efficiency*, dan *investment performance* dalam menentukan keputusan investasi. Dengan demikian, peneliti menyimpulkan bahwa:

H4: Investor experience memoderasi pengaruh *herding behaviour* terhadap *investment decision*.

Investor experience juga dapat mengubah pengaruh *perceived market efficiency* terhadap *investment decision*. Berdasarkan *Efficient Market Hypothesis*, pengalaman membantu investor mengevaluasi bagaimana informasi tercermin dalam harga pasar. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa *perceived market efficiency* berkaitan dengan proses pengambilan keputusan investor (Ahmad & Wu, 2022; Ali et al., 2023), sementara pengalaman investasi dapat membedakan cara investor mengambil keputusan dan merespons faktor pasar (Irvansyah, 2024; Divakara Reddy et al., 2026). Namun, penelitian yang secara khusus menguji investor experience sebagai moderator hubungan *perceived market efficiency* dan *investment decision* masih terbatas. Dengan demikian, peneliti menyimpulkan bahwa:

H5: *Investor experience* memoderasi pengaruh *perceived market efficiency* terhadap *investment decision*.

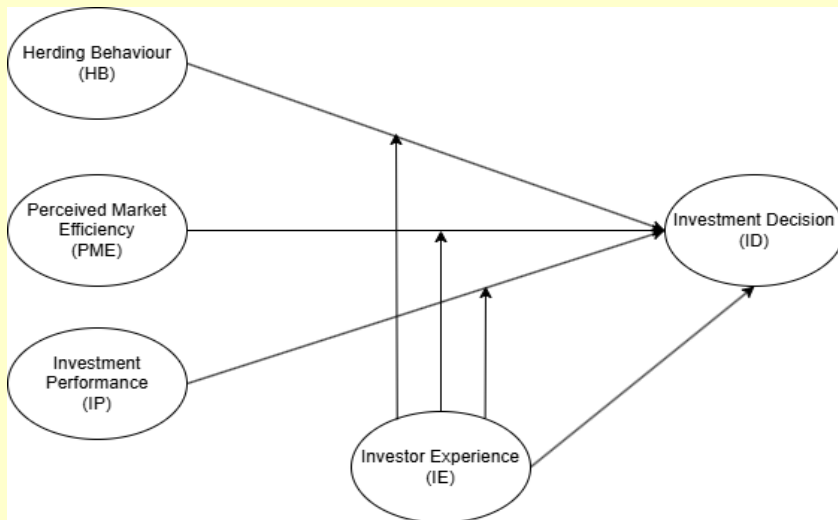
Selanjutnya, *investor experience* dapat memoderasi pengaruh *previous investment performance* terhadap *investment decision*. Dalam perspektif *Behavioral Finance Theory*, hasil investasi sebelumnya dapat menjadi *reference point* dalam keputusan berikutnya, sementara pengalaman membantu investor belajar dan mengevaluasi hasil investasi masa lalu (Nicolosi et al., 2009). Penelitian juga menunjukkan bahwa pengalaman dapat mengubah cara investor merespons faktor perilaku dan pasar dalam pengambilan keputusan (Divakara Reddy et al., 2026). Dengan demikian, pengalaman diperkirakan dapat membedakan bagaimana *previous investment performance* memengaruhi keputusan investasi. Oleh karena itu, peneliti menyimpulkan bahwa:

H6: *Investor experience* memoderasi pengaruh *investment performance* terhadap *investment decision*.

Selain sebagai moderator, pengalaman investor dapat secara langsung memengaruhi keputusan investasi. Investor yang lebih berpengalaman cenderung memiliki pengetahuan praktis yang lebih baik mengenai kondisi pasar, risiko, dan karakteristik investasi sehingga dapat mengambil keputusan berdasarkan

pengalaman yang telah diperoleh (Hikmah et al., 2026; Nugroho, 2026). Dengan demikian:

H7: Investor experience berpengaruh signifikan terhadap investment decision.



Gambar 1. Model Penelitian

METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain eksplanatori untuk menguji pengaruh *herding behaviour*, *perceived market efficiency*, dan *investment performance* terhadap *investment decision*, serta peran *investor experience* sebagai prediktor langsung dan variabel moderasi. Data dikumpulkan melalui kuesioner daring yang disebarakan melalui media sosial dan forum investor. Uji pendahuluan dilakukan sebelum pengumpulan data utama untuk memastikan kejelasan dan kesesuaian instrumen penelitian (Sarstedt et al., 2021).

Populasi penelitian adalah investor individu di pasar modal Indonesia. Sampel ditentukan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria responden memiliki pekerjaan dan pendapatan sekitar Rp4.000.000 per bulan serta pengalaman investasi minimal enam bulan. Kriteria tersebut digunakan untuk memastikan responden memiliki pengalaman yang memadai dalam pengambilan keputusan investasi. Sebanyak 225 responden valid memenuhi kriteria penelitian. Seluruh konstruk diukur menggunakan skala Likert lima poin, mulai dari 1 (*sangat tidak setuju*) hingga 5 (*sangat setuju*).

Data dianalisis menggunakan Partial Least Squares–Structural Equation Modeling (PLS-SEM). Evaluasi *measurement model* mencakup validitas dan reliabilitas konstruk melalui *outer loading*, Cronbach’s Alpha, *Composite Reliability*, AVE, *Fornell–Larcker*, dan *Heterotrait-Monotrait Ratio* (HTMT), dengan HTMT < 0,90 sebagai kriteria validitas diskriminan (Cheung et al., 2024). Selanjutnya, *structural model* dievaluasi menggunakan *path coefficient*, R^2 , f^2 , dan Q^2 . Pengujian pengaruh langsung dan efek moderasi *investor experience* dilakukan

melalui prosedur *bootstrapping* dengan tingkat signifikansi 5% ($p < 0,05$) (Hair & Ringle, 2021; Kante & Michel, 2023).

Sebelum pengujian hubungan struktural, kolinearitas antarvariabel prediktor dievaluasi menggunakan nilai *variance inflation factor* (VIF). Model dinyatakan tidak mengalami masalah kolinearitas apabila nilai VIF berada di bawah batas yang direkomendasikan, yaitu 3,3 atau 5,0. Selanjutnya, signifikansi koefisien jalur diuji melalui prosedur *bootstrapping* pada tingkat signifikansi 5%.

Operasionalisasi Variabel dan Instrumen Penelitian

Instrumen penelitian disusun dengan mengadaptasi indikator dari penelitian terdahulu yang relevan dan disesuaikan dengan konteks investor individu di pasar modal Indonesia. Setiap indikator diukur menggunakan skala Likert lima poin, yaitu 1 = sangat tidak setuju, 2 = tidak setuju, 3 = netral, 4 = setuju, dan 5 = sangat setuju. Rincian konstruk, indikator, sumber pengembangan indikator, dan skala pengukuran disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel dan Instrumen Penelitian

Konstruk	Kode	Indikator/Pernyataan	Sumber indikator	Skala
Herding Behaviour	HB1	Saya mempertimbangkan keputusan investor lain ketika mengambil keputusan investasi.	Adil et al. (2022); Rahman dan Gan (2020)	Likert 1–5
Herding Behaviour	HB2	Saya cenderung mengikuti tindakan beli atau jual investor lain ketika kondisi pasar tidak pasti.	Adil et al. (2022); Rahman dan Gan (2020)	Likert 1–5
Herding Behaviour	HB3	Saya memperhatikan tindakan investor lain sebelum menentukan pilihan investasi.	Adil et al. (2022); Rahman dan Gan (2020)	Likert 1–5
Herding Behaviour	HB4	Opini, rekomendasi, atau tren yang diikuti investor lain memengaruhi keputusan investasi saya.	Adil et al. (2022); Rahman dan Gan (2020)	Likert 1–5
Perceived Market Efficiency	PME1	Saya percaya bahwa harga instrumen investasi mencerminkan informasi yang tersedia di pasar.	Zulfiqar et al. (2018); Waqas et al. (2023)	Likert 1–5
Perceived Market Efficiency	PME2	Saya percaya bahwa informasi baru dapat tercermin dengan cepat dalam harga pasar.	Zulfiqar et al. (2018); Waqas et al. (2023)	Likert 1–5
Perceived Market Efficiency	PME3	Saya menilai harga pasar merupakan informasi yang penting dalam pengambilan keputusan investasi.	Zulfiqar et al. (2018); Waqas et al. (2023)	Likert 1–5
Investment Performance	IP1	Hasil investasi yang saya peroleh pada periode sebelumnya sesuai dengan harapan saya.	Cao et al. (2021); Walters dan Fernbach (2021)	Likert 1–5
Investment Performance	IP2	Saya merasa puas terhadap kinerja investasi yang saya peroleh.	Cao et al. (2021); Walters dan Fernbach (2021)	Likert 1–5

Investment Performance	IP3	Keuntungan atau kerugian investasi sebelumnya menjadi pertimbangan dalam keputusan investasi berikutnya.	Cao et al. (2021); Walters dan Fernbach (2021)	Likert 1–5
Investment Performance	IP4	Kinerja investasi sebelumnya meningkatkan keyakinan saya dalam mengambil keputusan investasi.	Cao et al. (2021); Walters dan Fernbach (2021)	Likert 1–5
Investment Decisions	ID1	Saya mengambil keputusan investasi setelah mempertimbangkan informasi yang relevan.	Rahman dan Gan (2020); Adil et al. (2022)	Likert 1–5
Investment Decisions	ID2	Saya yakin terhadap keputusan investasi yang saya ambil.	Rahman dan Gan (2020); Adil et al. (2022)	Likert 1–5
Investor Experience	IE1	Saya memiliki pengalaman yang cukup dalam melakukan investasi.	Syukur et al. (2025); Dang (2024)	Likert 1–5
Investor Experience	IE2	Pengalaman investasi membantu saya memahami risiko investasi.	Syukur et al. (2025); Dang (2024)	Likert 1–5
Investor Experience	IE3	Pengalaman investasi membantu saya mengevaluasi informasi pasar.	Syukur et al. (2025); Dang (2024)	Likert 1–5
Investor Experience	IE4	Pengalaman investasi sebelumnya membantu saya membuat keputusan investasi yang lebih baik.	Syukur et al. (2025); Dang (2024)	Likert 1–5

Sebelum pengumpulan data utama, instrumen diuji secara pendahuluan untuk memastikan bahwa setiap pernyataan dapat dipahami dengan baik oleh responden dan relevan dengan konteks penelitian. Selanjutnya, evaluasi model pengukuran dilakukan melalui pengujian validitas konvergen, validitas diskriminan, dan reliabilitas konstruk. Indikator yang tidak memenuhi kriteria nilai *outer loading* dapat dieliminasi pada tahap analisis PLS-SEM.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menguji pengaruh *Herding Behaviour* (HB), *Perceived Market Efficiency* (PME), dan *Investment Performance* (IP) terhadap *Investment Decisions* (ID), dengan *Investor Experience* (IE) sebagai moderator menggunakan PLS-SEM melalui SmartPLS 3.0. Indikator dengan *outer loading* < 0,70, yaitu PME1, IP1, IP2, IP4, IE1, IE3, dan IE4, dieliminasi untuk memenuhi validitas konvergen. Setelah eliminasi, seluruh konstruk memenuhi kriteria validitas dan reliabilitas sehingga dapat dilanjutkan ke pengujian model struktura (Hair & Ringle, 2021).

Tabel 2. Validitas dan Reliabilitas

Construct and Items	Convergent Validity		Internal Consistency Reliability	
	SFL	AVE	CR	α

(Investment Decision-Making Under Behavioral And Market Influences)

Herding Behaviour (HB)		0.759	0.926	0.894
HB2	0.874			
HB3	0.858			
HB4	0.901			
Investment Decisions (ID)		0.882	0.937	0.866
ID1	0.944			
ID2	0.934			
Investor Experience (IE)		0.924	0.960	0.918
IE1	0.964			
IE2	0.959			
Investment Performance (IP)		0.747	0.922	0.889
IP1	0.849			
IP2	0.865			
IP3	0.857			
IP4	0.886			
Perceived Market Efficiency (PME)		0.853	0.937	0.900
PME2	0.916			
PME3	0.940			

Sumber: SmartPLS data processing (2026)

Hasil evaluasi *measurement model* menunjukkan bahwa seluruh indikator yang dipertahankan telah memenuhi kriteria validitas dan reliabilitas. Nilai *outer loading* > 0,70 dan AVE > 0,50 menunjukkan terpenuhinya validitas konvergen, sedangkan Cronbach's Alpha dan *Composite Reliability* > 0,70 menunjukkan konsistensi internal yang baik. Dengan demikian, model pengukuran dinyatakan valid dan reliabel serta layak dilanjutkan ke pengujian model struktural.

Tabel 3. Heterotrait-Monotrait Ratio (HTMT)

	HB	ID	IE	IP	PME
HB	—				
ID	0.419	—			
IE	0.448	0.666	—		

(Investment Decision-Making Under Behavioral And Market Influences)

IP	0.563	0.848	0.734	—	
PME	0.473	0.602	0.674	0.656	—

Sumber: SmartPLS data processing (2026)

Validitas diskriminan dievaluasi menggunakan *Heterotrait-Monotrait Ratio* (HTMT) dengan ambang batas 0,85–0,90 (Henseler et al., 2015). Sebagian besar nilai HTMT berada di bawah 0,85. Nilai HTMT antara *Investment Decision* (ID) dan *Investment Performance* (IP) sebesar 0,875 masih berada di bawah batas 0,90, sedangkan nilai antara ID dan *Investor Experience* (IE) sebesar 0,848 memenuhi batas konservatif 0,85. Dengan demikian, seluruh konstruk memenuhi kriteria validitas diskriminan. Indikator yang tidak memenuhi kriteria validitas telah dieliminasi pada tahap evaluasi model pengukuran.

Pengujian Inner Model

Setelah model pengukuran memenuhi kriteria validitas dan reliabilitas, analisis dilanjutkan dengan pengujian *structural model (inner model)*. Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan prosedur *bootstrapping* pada SmartPLS. Hubungan dinyatakan signifikan apabila nilai *t-statistic* > 1,96 dan *p-value* < 0,05 (Hair & Ringle, 2021).

Tabel 4. Hasil Bootstrapping (Total Effects)

Effect				Original Sample	T Statistic	P values
Herding Behaviour	berpengaruh	terhadap	Investment Decisions	-0.051	1.205	0.229
Perceive Market Efficiency	berpengaruh	terhadap	Investment Decisions	-0.391	4.950	0.000
Investment Performance	berpengaruh	terhadap	Investment Decisions	1.034	9.654	0.000
Investor Experience	memoderasi	Herding Behaviour terhadap	Investment Decisions	-0.040	1.051	0.294
Investor Experience	memoderasi	Perceive Market Efficiency terhadap	Investment Decisions	0.156	2.080	0.038
Investor Experience	memoderasi	Investor Performance terhadap	Investment Decisions	-0.243	2.763	0.006
Investor Experience	berpengaruh	terhadap	Investment Decisions	0.190	3.366	0.001

Sumber: SmartPLS data processing (2026)

Sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 3, dari tujuh hipotesis yang diuji, terdapat lima hipotesis yang terbukti signifikan (H2, H3, H5, H6, dan H7), sementara dua hipotesis lainnya tidak didukung (H1 dan H4). Selain itu, pengaruh langsung Investor Experience terhadap Investment Decisions terbukti sangat signifikan ($\beta = 0,673$; $p = 0,000$), menegaskan bahwa pengalaman investor merupakan prediktor yang kuat dan andal dalam proses pengambilan keputusan investasi.

PEMBAHASAN

Uji statistik menghasilkan koefisien jalur sebesar -0,051, statistik t sebesar 1,205, dan nilai p sebesar 0,229 ($>0,05$); oleh karena itu, H1 ditolak. Temuan ini menunjukkan bahwa perilaku kawanan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan investasi dalam sampel yang diteliti. Ini berarti bahwa investor dalam konteks saat ini tampaknya tidak dipengaruhi oleh perilaku kolektif ketika membuat pilihan keuangan. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor yang mungkin. Pertama, dengan semakin luasnya ketersediaan informasi, platform digital, aplikasi perdagangan, dan alat media sosial di dunia keuangan meningkatkan ketergantungan investor pada analisis pribadi (Karo et al., 2025). Kedua, meningkatnya literasi keuangan, khususnya di kalangan investor muda, mendukung pengambilan keputusan yang lebih rasional dan mengurangi kecenderungan mengikuti kerumunan (Adil et al., 2022). Ketiga, investor dengan tingkat overconfidence yang tinggi sering kali mengabaikan opini kolektif dan lebih percaya pada penilaian pribadi (Pompian, 2023). Selain itu, ketersediaan informasi real-time dan diskusi terbuka di media sosial juga mengurangi ketergantungan pada herding, karena investor lebih mampu melakukan analisis independen (Ahmad, 2021). Dengan demikian, H1 tidak didukung karena herding behaviour bukan lagi determinan utama keputusan investasi dalam sampel ini. Hasil ini berbeda dengan studi Cao et al. (2021) yang menemukan herding signifikan pada investor kurang berpengalaman, namun sejalan dengan Limarus & Pamungkas (2023) dan Saputri et al. (2023) yang menyimpulkan bahwa herding tidak selalu mendorong keputusan investasi individu.

Selanjutnya uji pada hipotesis kedua, menghasilkan koefisien jalur sebesar -0,391, t-statistik 4,950, dan p-value 0,000 ($<0,05$), sehingga H2 diterima. Hasil ini menegaskan bahwa perceived market efficiency berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Investor yang percaya bahwa pasar beroperasi secara efisien lebih cenderung mempercayai harga yang berlaku sebagai refleksi akurat dari informasi yang tersedia, sehingga meningkatkan keyakinan mereka dalam membuat keputusan investasi. Temuan ini konsisten dengan Waqas et al. (2023) dan Cuandra and Tan (2021) yang menunjukkan bahwa bias perilaku seperti overconfidence dan optimisme memperkuat persepsi efisiensi pasar, sehingga meningkatkan ketergantungan investor pada sinyal pasar. Adil et al. (2026) juga mendukung temuan ini dengan menunjukkan adanya pengaruh positif perceived market efficiency terhadap keputusan investasi individu. Implikasinya, edukasi mengenai mekanisme pasar dan transparansi informasi sangat penting untuk meningkatkan kualitas keputusan investasi: semakin investor memahami efisiensi pasar, semakin terstruktur keputusan yang mereka ambil (Adil et al., 2022).

Investment performance terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap *investment decisions*. Besarnya kontribusi substantif konstruk tersebut perlu diinterpretasikan bersama nilai f^2 , VIF, dan koefisien jalur hasil estimasi akhir. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *investment performance* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment decisions* dengan koefisien jalur sebesar $\beta = 1,034$, nilai *t-statistic* sebesar 9,654, dan *p-value* sebesar 0,000. Hasil tersebut menunjukkan bahwa H3 diterima. Sebelum interpretasi hubungan struktural dilakukan, kolinearitas antarvariabel prediktor telah dievaluasi melalui nilai *variance inflation factor* (VIF). Hasil evaluasi menunjukkan bahwa nilai VIF berada dalam batas yang dapat diterima, sehingga tidak terdapat indikasi kolinearitas yang serius pada model struktural. Oleh karena itu, meskipun nilai koefisien jalur standar *investment performance* melebihi satu, koefisien tersebut diinterpretasikan secara hati-hati sebagai bukti adanya pengaruh positif yang sangat kuat, bukan sebagai perubahan literal lebih dari satu satuan pada *investment decisions*. Temuan ini mengindikasikan bahwa hasil investasi yang diperoleh investor pada periode sebelumnya menjadi pertimbangan penting dalam menentukan keputusan investasi berikutnya. Investor yang menilai kinerja investasinya lebih baik cenderung memiliki keyakinan yang lebih tinggi untuk mengambil atau melanjutkan keputusan investasi.

Temuan ini sejalan dengan Roberts et al. (2025) yang menunjukkan bahwa individu menggunakan kinerja masa lalu sebagai dasar dalam membentuk ekspektasi dan keputusan pada masa mendatang. Dalam konteks investasi, keuntungan maupun kerugian sebelumnya dapat menjadi informasi pengalaman yang digunakan investor untuk mengevaluasi peluang, risiko, dan strategi investasinya. Namun demikian, hasil kinerja masa lalu tidak selalu menjamin hasil investasi pada masa depan. Oleh sebab itu, investor tetap perlu mempertimbangkan informasi fundamental perusahaan, kondisi makroekonomi, risiko instrumen investasi, dan dinamika pasar sebelum menetapkan keputusan investasi.

Uji hipotesis keempat menghasilkan koefisien jalur -0,040, *t-statistik* 1,051, dan *p-value* 0,294 ($>0,05$); sehingga H4 ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa pengalaman investor tidak memoderasi secara signifikan pengaruh herding behaviour terhadap keputusan investasi. Artinya, baik investor berpengalaman maupun pemula tidak terlalu dipengaruhi oleh perilaku kolektif dalam pengambilan keputusan. Faktor yang menjelaskan hasil ini antara lain: ketersediaan informasi digital dan alat analisis yang luas, meningkatnya literasi keuangan, serta sifat perilaku seperti overconfidence dan aversi risiko yang lebih dominan dibandingkan moderasi pengalaman (Dang, 2024; Economics, 2026; Hassan et al., 2023; Syukur et al., 2025).

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *investor experience* memoderasi secara positif dan signifikan pengaruh *perceived market efficiency* terhadap *investment decisions* ($\beta=0,156$; *t-statistic* = 2,080; *p-value* = 0,038), sehingga H5 diterima. Efek moderasi positif ini menunjukkan bahwa pengalaman investor mengubah cara persepsi mengenai efisiensi pasar diterjemahkan ke dalam keputusan investasi.

Investor yang lebih berpengalaman cenderung lebih mampu memahami mekanisme pembentukan harga, menilai kualitas informasi, dan membedakan pergerakan harga yang bersifat sementara dari informasi yang relevan. Dengan demikian, pengalaman membantu investor menggunakan persepsi tentang efisiensi pasar secara lebih terarah ketika mengevaluasi keputusan investasi.

Efek moderasi positif tersebut perlu diinterpretasikan bersama koefisien langsung PME yang negatif. Secara substantif, pengalaman dapat melemahkan arah negatif hubungan langsung antara persepsi efisiensi pasar dan keputusan investasi. Artinya, pada investor yang lebih berpengalaman, keyakinan bahwa pasar efisien tidak selalu menghasilkan sikap pasif; pengalaman dapat membantu mereka tetap mengambil keputusan secara lebih selektif dan berdasarkan informasi. Perbedaan dengan penelitian terdahulu dapat muncul karena sebagian studi memosisikan pengalaman sebagai pengaruh langsung, bukan sebagai kondisi yang mengubah hubungan antara persepsi pasar dan keputusan investasi.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa investor experience memoderasi secara negatif dan signifikan pengaruh investment performance terhadap investment decisions ($\beta = -0,243$; $t\text{-statistic} = 2,763$; $p\text{-value} = 0,006$), sehingga H6 diterima. Arah moderasi negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi pengalaman investor, semakin lemah pengaruh kinerja investasi masa lalu terhadap keputusan investasi berikutnya. Investor yang lebih berpengalaman tidak hanya mengandalkan keuntungan atau kerugian masa lalu, tetapi juga mempertimbangkan informasi fundamental, risiko, kondisi makroekonomi, valuasi, dan prospek industri. Dengan kata lain, pengalaman berperan sebagai mekanisme pembelajaran yang mengurangi ketergantungan berlebihan pada performa historis.

Hasil ini sejalan dengan pandangan bahwa investor berpengalaman cenderung melakukan evaluasi yang lebih komprehensif dibanding investor pemula. Pada investor yang kurang berpengalaman, hasil investasi masa lalu dapat menjadi heuristik yang dominan karena mudah diamati dan dipahami. Sebaliknya, investor berpengalaman menyadari bahwa kinerja historis tidak menjamin hasil pada masa depan. Perbedaan dengan studi yang menemukan penguatan hubungan dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar, tingkat literasi responden, jenis produk investasi, dan definisi pengalaman yang digunakan dalam masing-masing penelitian.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketujuh, variabel pengalaman investor memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi, seperti yang ditunjukkan oleh koefisien jalur sebesar 0,190, statistik t sebesar 3,366 dan nilai p 0,001 ($< 0,05$) yang kurang dari tingkat signifikansi 0,05, sehingga H7 diterima. Temuan ini menunjukkan bahwa semakin berpengalaman investor, semakin sukses keputusan investasinya. Hasil model penelitian ini mengungkapkan bahwa faktor pengalaman memiliki dampak yang lebih besar daripada faktor lain seperti perilaku herding, kinerja investasi, dan persepsi efisiensi pasar. Dari sudut pandang teoritis, hasil ini sejalan dengan teori keuangan perilaku yang berfokus pada bagaimana mekanisme pembelajaran memengaruhi perilaku adaptif agen dalam menghadapi ketidakpastian pasar. Investor yang berpengalaman lebih kritis dalam menilai informasi, mereka lebih baik dalam mengidentifikasi risiko dan peluang, dan mereka

kurang rentan terhadap kesalahan perilaku investasi, yang lazim terjadi di kalangan investor pemula. Selain itu, semakin banyak pengalaman yang diperoleh, semakin percaya diri seseorang, dan semakin rasional serta konsisten keputusan yang dibuat (Addo et al., 2025; Divakara Reddy et al., 2025).

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa prediktor terkuat dari Keputusan Investasi adalah Kinerja Investasi diikuti oleh Persepsi Efisiensi Pasar di antara variabel independen. Temuan ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa pengalaman investasi dan persepsi investor terhadap kondisi pasar berperan dalam perilaku pengambilan keputusan investasi (Walters & Fernbach, 2021; Kengatharan, n.d.). Fungsi moderasi Pengalaman Investor didukung oleh hubungan antara Persepsi Efisiensi Pasar dan Keputusan Investasi (H5), dan Kinerja Investasi dan Keputusan Investasi (H6), tetapi tidak dengan Perilaku Herding. Ini menunjukkan bahwa investor berpengalaman lebih cenderung menganalisis informasi yang diberikan di pasar dan memanfaatkan pengalaman investasi sebelumnya untuk membuat keputusan investasi yang lebih rasional (Syukur et al., 2025).

Temuan ini menguatkan penelitian sebelumnya yang menemukan bahwa pengalaman investor meningkatkan kemampuan mereka untuk melawan bias perilaku dan meningkatkan keputusan investasi (Cao et al., 2021). Selain itu, pengaruh langsung pengalaman investor terhadap keputusan investasi menunjukkan bahwa pengalaman investasi merupakan faktor penting dalam penentuan perilaku investor di pasar modal, terutama ketika dihadapkan pada ketidakpastian dan banyaknya informasi investasi (Putra et al., 2026).

Secara teoretis, hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi investor individu tidak hanya dipengaruhi oleh faktor perilaku sosial, tetapi juga oleh evaluasi terhadap hasil investasi masa lalu, persepsi mengenai efisiensi pasar, dan pengalaman investasi. Temuan ini memperlihatkan bahwa pengalaman investor berperan ganda, yaitu sebagai prediktor langsung keputusan investasi sekaligus sebagai kondisi yang mengubah pengaruh persepsi efisiensi pasar dan kinerja investasi terhadap keputusan investasi.

Secara praktis, perusahaan sekuritas, regulator, dan penyelenggara edukasi pasar modal perlu membantu investor mengevaluasi hasil investasi secara objektif dan tidak hanya mendasarkan keputusan pada performa masa lalu. Edukasi mengenai manajemen risiko, diversifikasi, analisis fundamental, serta keterbatasan penggunaan informasi historis perlu diperkuat. Bagi investor berpengalaman, pengembangan kemampuan analisis yang lebih mendalam dapat membantu mereka mengintegrasikan pengalaman masa lalu dengan informasi pasar terkini secara lebih rasional.

KESIMPULAN

Penelitian ini mempelajari dampak dari perilaku herding, persepsi efisiensi pasar, dan kinerja investasi terhadap keputusan investasi para investor individu di pasar modal Indonesia, serta menguji pengalaman investor sebagai faktor langsung dan variabel yang memengaruhi hubungan tersebut. Penelitian ini menunjukkan

bahwa perilaku herding tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap keputusan investasi, serta pengalaman investor tidak memperkuat atau memengaruhi hubungan antara perilaku herding dan keputusan investasi. Temuan ini menunjukkan bahwa kecenderungan untuk mengikuti langkah para investor lain bukanlah hal utama yang memengaruhi keputusan investasi responden, meskipun mereka memiliki berbagai tingkat pengalaman investasi. Sebaliknya, efisiensi pasar yang dirasakan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi, sementara kinerja investasi memiliki pengaruh positif dan signifikan. Ini menunjukkan bahwa investor yang semakin percaya bahwa informasi sudah terwakili dalam harga pasar cenderung lebih hati-hati dalam membuat keputusan investasi, sedangkan hasil investasi sebelumnya menjadi salah satu hal yang penting dalam menentukan keputusan investasi berikutnya.

Pengalaman investor memengaruhi secara positif dan signifikan keputusan investasi, serta memperkuat hubungan antara efisiensi pasar yang dipersepsikan dan kinerja investasi dalam menentukan keputusan investasi (Yuwono et al., 2025). Pengalaman membantu mengurangi dampak negatif dari efisiensi pasar yang dirasa oleh investor terhadap keputusan investasi mereka, sedangkan dalam hal kinerja investasi, pengalaman mengurangi ketergantungan investor pada hasil investasi yang sudah terjadi sebelumnya. Dengan demikian, pengalaman para investor menjadi syarat batas yang memengaruhi cara persepsi terhadap pasar dan hasil investasi sebelumnya diubah menjadi keputusan investasi. Secara teori, penelitian ini memperluas pengetahuan tentang keuangan perilaku dengan menunjukkan bahwa pengalaman seorang investor tidak hanya memengaruhi langsung keputusan investasi, tetapi juga berperan sebagai kondisi yang mengubah cara faktor-faktor tertentu memengaruhi keputusan tersebut. Secara nyata, para regulator, perusahaan sekuritas, dan pelaku edukasi pasar modal harus mendorong para investor agar memandang pengalaman sebagai bagian dari proses belajar, meningkatkan kemampuan dalam menilai informasi pasar dan risiko, serta menghindari ketergantungan terlalu besar pada hasil investasi sebelumnya atau tindakan yang dilakukan oleh investor lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Addo, J. O., Cúg, J., Keelson, S. A., Amoah, J., & Petráková, Z. (2025). *Behavioral Risk Management in Investment Strategies : Analyzing Investor Psychology*.
- Adil, M., Singh, Y., & Ansari, M. S. (2022). How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision? *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 17–30. <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2020-0086>
- Ahmad, M. (2021). The role of recognition-based heuristics in investment management activities: are expert investors immune? – A systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 16(3), 401–422. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2021-0109>
- Ahmad, M., & Wu, Q. (2022). Does herding behavior matter in investment management and perceived market efficiency? Evidence from an emerging

- market. *Management Decision*, 60(8), 2148–2173.
<https://doi.org/10.1108/MD-07-2020-0867>
- Ali, M., Ansari, N. U. H., Chishty, B. A., Puah, C.-H., & Ashfaq, M. (2023). Investor behaviour and investment decisions: Evidence from Pakistan Stock Exchange. *Asian Academy of Management Journal*, 28(2), 1–28.
<https://doi.org/10.21315/aamj2023.28.2.1>
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). Chapter 18 A survey of behavioral finance. In *Financial Markets and Asset Pricing* (Vol. 1, pp. 1053–1128). Elsevier.
[https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01027-6](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01027-6)
- Buulolo, R., Sarwono, A. E., & Putriana, S. (2026). Pengaruh Herding Behavior , Overconfidence , dan Financial Literacy Terhadap Keputusan Investasi Investor Muda di Pasar Modal Pendahuluan. *Journal Social Society*, 6(3), 2534–2546.
- Cao, M. M., Nguyen, N.-T., & Tran, T.-T. (2021). Behavioral Factors on Individual Investors' Decision Making and Investment Performance: A Survey from the Vietnam Stock Market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8, 845–853.
- Cheung, G. W., Cooper, H. D., Rebecca, T., & Wang, L. C. (2024). Reporting reliability , convergent and discriminant and best - practice recommendations. In *Asia Pacific Journal of Management* (Vol. 41, Issue 2). Springer US.
<https://doi.org/10.1007/s10490-023-09871-y>
- Cuandra, F., & Tan, H. (2021). Analysis of factors that are considered by investors in stocks investment decision making in Batam City. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi*, 8(1), 1–31.
- Dang, P. G. (2024). The Impact of Social Influences on Investment Decision-Making: A Multi-Method Analysis of Vietnamese Investors. *Journal of Economics, Finance Nd a Management Studies*, 07(1), 2644–0504.
<https://doi.org/10.47191/jefms/v7>
- Divakara Reddy, N., Santosh, B. R., S, A., & Desai, G. (2025). Behavioral Biases and Investment Decision-Making in the Indian Stock Market: The Moderating Role of Financial Literacy and Investor Experience. *F1000Research*, 14, 1283.
<https://doi.org/10.12688/f1000research.171289.2>
- Economics, B. (2026). *Behavioral Biases and Investment Decision-Making in Emerging Markets*. 1(1), 180–185.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2).
- Hair, J. F., & Ringle, C. M. (2021). *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) Using R: A workbook*. November.
- Hassan, N. C., Abdul-rahman, A., Imna, S., Amin, M., Ngayesah, S., & Hamid, A. (2023). *Investment Intention and Decision Making: A Systematic Literature Review and Future Research Agenda*. 1–22.
- Hikmah, Toatubun, H., & Haldy, M. (2026). Pengaruh Investment Experience , Financial Behaviour , dan Risk Tolerance terhadap Keputusan Investasi pada Instrumen Keuangan Hijau. *MANABIS (Jurnal Manajemen Dan Bisnis)*, 5(2), 249–260. <https://doi.org/10.54259/manabis.v5i2.7654>

- Irvansyah, D., Murhadi, W. R., & Mahadwartha, P. A. (2024). The effect of overconfidence, representative, anchoring, and availability biases on investment decisions and market efficiency. *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, 18(2), 125–136. <https://doi.org/10.24843/MATRIK:JMBK.2024.v18.i02.p03>
- Journal, I. I., & Economics, S. (2024). *Investment Decision-Making With Fear Of Missing Out As A*. 7(3), 8461–8482.
- Kante, M., & Michel, B. (2023). Computers in Human Behavior Reports Use of partial least squares structural equation modelling (PLS-SEM) in privacy and disclosure research on social network sites : A systematic review. *Computers in Human Behavior Reports*, 10(April), 100291. <https://doi.org/10.1016/j.chbr.2023.100291>
- Karo, G., Barus, H. G., Salsabila, N. L., Nur, R., Harahap, A., Syahutra, R., & Rayoga, R. B. (2025). *Factors Influencing Investment Decisions in the Indonesian Capital Market : A Literature Review*. 10(1), 81–89.
- Khattak, Q., & Siddiqui, D. A. (2021). Influence of Investor Sentiment and Its Antecedent on Investment Decision-making with the Moderating Effect of Big-Five Personality Traits. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3942255>
- Limarus, V. H., & Pamungkas, A. S. (2023). *Pengaruh Herding Behavior , Loss Aversion , Dan Financial Literacy Terhadap Investment Decision*. 7(2), 389–401.
- Nicolosi, G., Peng, L., & Zhu, N. (2009). Do individual investors learn from their trading experience? *Journal of Financial Markets*, 12(2), 317–336. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2008.07.001>
- Nugraha, B. A., & Rahadi, R. A. (2021). *Analysis of Young Generations toward Stock Investment Intention : A Preliminary Study in an Emerging Market*. 22(1). <https://doi.org/10.18196/jai.v22i1.9606>
- Nugroho, N. P. (2026). ANALISIS PENGARUH INVESTMENT EXPERIENCE , FINANCIAL EDUCATION DAN HERDING TERHADAP INVESTMENT DECISIONS DALAM CRYPTOCURRENCY. *Edunomia: Jurnal Ilmiah Pendidikan Ekonomi*, 6(2), 353–364.
- OJK. (2024). *Survei Nasional Literasi dan Inklusi Keuangan 2024 (SNLIK 2024)*.
- Pathak, D. D., & Thapa, B. S. (2024). Beyond market anomalies : How heuristics and perceived efficiency shape investor behavior in developing markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(3), 1–14. [https://doi.org/10.21511/imfi.21\(3\).2024.01](https://doi.org/10.21511/imfi.21(3).2024.01)
- Pompian, M. M. (2023). *Book review*. 15(5), 907–912. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2023-237>
- Pratiknjo, M. L., Wijaya, L. I., & Marciano, D. (2024). Pengaruh Bias Perilaku terhadap Keputusan Investasi dengan Fear of Missing Out (FOMO) sebagai Mediator di Indonesia. *Jurnal Manajemen STIE Muhammadiyah Palopo*, 10(2), 489–502.
- Pujiati, D. (2025). *The Moderating Role Of Herding Behavior In Investment*

Decision-Making. 7(2), 295–310.

- Putra, I. G. S., Hendayana, Y., & Hertina, D. (2026). The Role of Behavioral Finance in Student Investment Decision Making : Evidence from University Investment Galleries in Bandung City. *International Journal of Economics, Business and Innovation Research(IJEBIR)*, 05(01), 593–604.
- Rahman, M., & Gan, S. S. (2020). Generation Y investment decision: an analysis using behavioural factors. *Managerial Finance*, 46(8), 1023–1041. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0534>
- Rehman, M., Dhiman, B., Nguyen, N. D., Dogra, R., & Sharma, A. (2024). Behavioral Biases and Regional Diversity: An In-Depth Analysis of Their Influence on Investment Decisions-A SEM and MICOM Approach. *Qubahan Academic Journal* , 4(2), 70–85. <https://doi.org/10.48161/qaj.v4n2a448>
- Roberts, R., Hastie, R., & Todorov, A. (2025). People calibrate future expectations to past performance when predicting transparently random events. *PNAS Nexus*, 4(8), 1–14. <https://doi.org/10.1093/pnasnexus/pgaf237>
- Rzeszut, S. J., & Kazak, J. K. (2024). *Financial Efficiency And Investor Behavior On The European Real Estate Market In The Rising Inflation Environment*. 32(1), 71–83.
- Saputri, Shela Nindya and Dr. Dra. Nur Khusniyah Indrawati, M.Si. and Dr. Himmiyatul Amanah Jiwa Juwita, SE., M. (2023). *Pengaruh Perilaku Herding dan Literasi Keuangan terhadap Keputusan Investasi dengan Toleransi Risiko sebagai variabel Mediasi*. Brawijaya University.
- Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Hair, J. F. (2021). *Partial Least Squares Structural Equation Modeling*.
- Syukur, A., Amron, A., Riyanto, F., Ibnu, F., Sukono, F., & Pangemanan, R. R. (2025). *Generational Insights into Herding Behavior : The Moderating Role of Investment Experience in Shaping Decisions Among Generations X , Y , and Z*. 2025(15), 1–27.
- Tseng, Y., Hsiao, I., & Wang, G. (2025). *Decomposing the Household Herding Behavior in Stock Investment : The Case of China*.
- Valcanover, V. M., Sonza, I. B., & Vieira, W. (2020). *Behavioral Finance Experiments : A Recent Systematic Literature Review*. <https://doi.org/10.1177/2158244020969672>
- Walters, D. J., & Fernbach, P. M. (2021). *Investor memory of past performance is positively biased and predicts overconfidence*. 1–8. <https://doi.org/10.1073/pnas.2026680118>
- Wang, J., Shahzad, F., Ahmad, Z., Abdullah, M., & Hassan, N. M. (2022). Trust and Consumers' Purchase Intention in a Social Commerce Platform: A Meta-Analytic Approach. *SAGE Open*, 12(2). <https://doi.org/10.1177/21582440221091262>
- Waqas, M., Manzoor, S., Waseem, F., & Akhtar, M. (2023). The Impact of Behavioural and Social Biases on Investment Performance of Individual Investors : The Mediating Role of Perceived Market Efficiency In Pakistan. *Market Efficiency In Pakistan. Journal of Financial Technologies (FinTech)*,

- Inclusion and Sustainability*, 2(1), 19–46.
- Yuliana, M., Batari, A., Maknun, A., Habbe, A. H., & Nagu, N. (2024). *Systematic Literature Review of Market Efficiency in Emerging Markets*. 4(7), 919–927.
- Yuwono, W., Antalius, Y. D., Ibrahim, M., et al. (2025). Antecedent and consequence analysis of investor behavior variables in retail shares on the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen*, 11(2), 391. <https://doi.org/10.17358/jabm.11.2.391>
- Zulfiqar, S., Shah, A., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency A survey at the Pakistan stock exchange. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85–110. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2017-0033>