

Pengaruh *Overconfidence*, *Herding*, dan *Loss Aversion* terhadap Keputusan Investasi Generasi Z di Provinsi Jawa Timur dengan Religiositas sebagai Variabel Moderasi

Aura Cinta, Harun Alrasyid, Galih Ramadhan Febrianto

Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Islam Malang
Email: aurakucinta@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *overconfidence*, *herding*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi Generasi Z di Provinsi Jawa Timur, serta menguji peran religiositas sebagai variabel moderasi pada masing-masing hubungan tersebut. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode survei melalui penyebaran kuesioner secara daring kepada Generasi Z yang memiliki pengalaman berinvestasi. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 298 responden. Data dianalisis menggunakan *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (PLS-SEM) dengan bantuan perangkat lunak *SmartPLS 4.0*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi dengan koefisien jalur sebesar 0,164 (T-Statistics 2,922; p 0,003), *herding* berpengaruh positif dan signifikan dengan koefisien jalur sebesar 0,254 (T-Statistics 4,625; p 0,000), serta *loss aversion* berpengaruh positif dan signifikan dengan koefisien jalur sebesar 0,365 (T-Statistics 6,392; p 0,000). Sebaliknya, religiositas tidak mampu memoderasi pengaruh *overconfidence* (p 0,767), *herding* (p 0,261), maupun *loss aversion* (p 0,733) terhadap keputusan investasi. Temuan ini menunjukkan bahwa *loss aversion* merupakan variabel yang memberikan pengaruh paling dominan terhadap keputusan investasi, diikuti oleh *herding* dan *overconfidence*, sedangkan religiositas yang diukur sebatas kepatuhan syariah belum terbukti berperan sebagai penyeimbang bias perilaku.

Kata kunci: *Overconfidence*, *herding*, *loss aversion*, keputusan investasi, religiositas

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of *overconfidence*, *herding*, and *loss aversion* on the investment decisions of Generation Z in East Java Province, and to examine the role of religiosity as a moderating variable in each of these relationships. A quantitative approach was employed, utilizing a survey method through the online distribution of questionnaires to members of Generation Z with investment experience. Purposive sampling was applied and 298 respondents were obtained. The data were analyzed using *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (PLS-SEM) with *SmartPLS 4.0*. The results indicate that *overconfidence* has a positive and significant effect on investment decisions (path coefficient of 0.164; T-Statistics 2.922; p 0.003), *herding* has a positive and significant effect (path coefficient of 0.254; T-Statistics 4.625; p 0.000), and *loss aversion* has a positive and significant effect (path coefficient of 0.365; T-Statistics 6.392; p 0.000). Conversely, religiosity is unable to moderate the effect of *overconfidence* (p 0.767), *herding* (p 0.261), or *loss aversion* (p 0.733) on investment decisions. These findings demonstrate that *loss aversion* is the variable exerting the most dominant influence on investment decisions, followed by *herding* and *overconfidence*, while religiosity measured merely as sharia compliance has not been proven to counterbalance behavioral biases.

Keywords: *Overconfidence*, *herding*, *loss aversion*, investment decision, religiosity.

PENDAHULUAN

Dalam beberapa tahun terakhir, perkembangan *financial technology* telah mendorong peningkatan akses masyarakat terhadap berbagai instrumen investasi, khususnya di kalangan Generasi Z. Bursa Efek Indonesia (2025), mencatat bahwa jumlah investor pasar

modal Indonesia telah melampaui 18 juta *Single Investor Identification* (SID) per Agustus 2025 dan didominasi oleh investor muda. Fenomena peningkatan aktivitas investasi juga terjadi di Provinsi Jawa Timur. Berdasarkan laporan Otoritas Jasa Keuangan (2025), hingga November 2024 nilai transaksi saham di Jawa Timur mencapai Rp24,95 triliun dan jumlah kepemilikan saham tercatat sebesar Rp103,47 triliun, meningkat 11,24% dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya. Peningkatan tersebut mencerminkan tingginya minat masyarakat Jawa Timur terhadap pasar modal serta efektivitas program literasi dan inklusi keuangan yang telah dilakukan.

Meningkatnya partisipasi Generasi Z dalam investasi menimbulkan pertanyaan mengenai faktor-faktor yang memengaruhi keputusan investasi mereka. Mardika et al., (2025) menjelaskan bahwa keputusan investasi Generasi Z dipengaruhi oleh motivasi pribadi, pengaruh sosial, kepercayaan diri, kemandirian, hubungan sosial, serta faktor eksternal seperti media sosial, *influencer*, promosi platform investasi, dan kondisi ekonomi. Secara teoritis, fenomena ini mencerminkan peningkatan literasi dan inklusi keuangan. Namun dalam praktiknya, peningkatan jumlah investor tidak selalu diikuti dengan kualitas pengambilan keputusan investasi yang rasional dan optimal (Robin & Angelina, 2020). Kesenjangan antara harapan teoritis dan realitas empiris inilah yang menjadi titik awal permasalahan dalam penelitian ini.

Pendekatan *behavioral finance* menunjukkan bahwa individu memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*) sehingga cenderung menggunakan heuristik dalam mengambil keputusan (Simon, 1955). Menurut Raheja (2025), kondisi ini menyebabkan investor rentan terhadap bias perilaku seperti *overconfidence*, *herding*, dan *loss aversion*. Secara lebih rinci, *overconfidence* mendorong individu melebihkan kemampuan analisisnya dan meremehkan risiko (Barber & Odean, 2001), *herding* menyebabkan investor mengikuti pola mayoritas tanpa analisis independen, dan kecenderungan ini menguat dalam lingkungan digital yang sarat pengaruh komunitas daring (Nosita & Amrulloh, 2023), sedangkan *loss aversion* menyebabkan individu lebih sensitif terhadap kerugian dibandingkan keuntungan (Septi et al., 2019). Dalam konteks Generasi Z yang tumbuh di era digital dengan arus informasi yang cepat dan masif, keputusan investasi sering kali bersifat impulsif dan tidak sepenuhnya berbasis analisis fundamental (Jonathan & Pradana, 2025).

Ketiga faktor tersebut secara empiris terbukti memengaruhi keputusan investasi, namun hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan inkonsistensi, sehingga mengindikasikan adanya faktor lain yang berperan menyeimbangkan hubungan tersebut. Salah satu faktor yang secara teoritis diduga penting namun masih relatif terbatas dikaji adalah religiositas. Dalam perspektif ekonomi Islam, religiositas berfungsi sebagai mekanisme pengendalian diri (*self-control*) yang dapat membatasi perilaku irasional melalui nilai moral dan etika (Asutay et al., 2023). Menurut Güney (2024), perspektif ini sejalan dengan konsep *moral bounded rationality* serta prinsip *maqasid al-shariah*. Penelitian terdahulu umumnya menggunakan variabel moderasi seperti literasi keuangan, sedangkan peran religiositas sebagai moderator hubungan antara bias perilaku dan keputusan investasi pada konteks Generasi Z masih jarang diteliti, sehingga membuka *research gap* yang perlu dikaji lebih lanjut. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini penting dilakukan untuk mengkaji secara komprehensif pengaruh bias perilaku terhadap keputusan investasi serta peran religiositas sebagai variabel moderasi pada Generasi Z di Provinsi Jawa Timur.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Behavioral Finance Theory

Behavioral finance merupakan cabang ilmu keuangan yang mengintegrasikan aspek psikologi dengan pengambilan keputusan keuangan, dan dipahami sebagai studi tentang bagaimana manusia menafsirkan serta bertindak atas informasi dalam membuat keputusan investasi (Ricciardi & Simon, 2000). Teori ini muncul sebagai kritik terhadap teori keuangan

tradisional yang mengasumsikan bahwa investor selalu bertindak rasional. Menurut Kahneman & Tversky (1979), individu cenderung mengambil keputusan berdasarkan persepsi subjektif terhadap keuntungan dan kerugian, bukan semata-mata berdasarkan pertimbangan rasional. Dalam penelitian ini, *behavioral finance* diposisikan sebagai *grand theory* yang menaungi seluruh variabel independen, yaitu *overconfidence*, *herding*, dan *loss aversion*, karena ketiganya merupakan bentuk bias perilaku yang menjelaskan bagaimana faktor psikologis memengaruhi keputusan investasi Generasi Z.

Bounded Rationality Theory

Teori *bounded rationality* dikemukakan oleh (Simon, 1955) yang menjelaskan bahwa kemampuan individu dalam mengambil keputusan memiliki keterbatasan, baik dari sisi waktu, kemampuan berpikir, maupun akses informasi, sehingga individu cenderung mengambil keputusan yang dianggap cukup memuaskan dibandingkan keputusan yang benar-benar optimal. Dalam kondisi ketidakpastian, individu cenderung menggunakan heuristik atau pintasan kognitif yang meskipun efisien dapat menimbulkan kesalahan penilaian yang sistematis (Tversky & Kahneman, 1974). Dalam penelitian ini, *bounded rationality* diposisikan sebagai teori pendukung yang memperkuat *grand theory behavioral finance* dengan menjelaskan mekanisme kognitif di balik munculnya ketiga bias yang diuji.

Maqasid al-Shariah

Dalam kajian ekonomi Islam, *maqasid al-shariah* dipahami sebagai kerangka konseptual yang menekankan pentingnya menjaga kemaslahatan sekaligus menghindari kemudharatan dalam setiap aktivitas ekonomi, dengan memperhatikan unsur moral, etika, keadilan, dan manfaat pada setiap pengambilan keputusan (Güney, 2024). Merujuk pada temuan Asutay et al., (2023), yang menyatakan bahwa religiositas dapat berperan sebagai bentuk kontrol diri yang membantu individu menekan bias kognitif, penelitian ini berargumen bahwa individu dengan tingkat religiositas yang tinggi cenderung memiliki pengendalian diri yang lebih baik dalam menghadapi dorongan spekulatif. Dalam penelitian ini, *maqasid al-shariah* tidak diposisikan sebagai teori penjelas perilaku, melainkan sebagai perspektif normatif yang melandasi alasan pemilihan religiositas sebagai variabel moderasi.

Keputusan Investasi

Menurut Jonathan & Pradana (2025), keputusan investasi adalah proses pemilihan alternatif investasi yang dilakukan investor dengan mempertimbangkan risiko dan tingkat pengembalian untuk mencapai tujuan finansial tertentu. Dalam perspektif Islam, keputusan investasi tidak semata bertumpu pada pertimbangan untung-rugi, melainkan juga harus tunduk pada prinsip syariah, yaitu menghindari riba, *gharar*, dan *maysir*, serta menjunjung nilai amanah dan keadilan (Ramadhan et al., 2026). Indikator keputusan investasi dalam penelitian ini meliputi analisis dan evaluasi alternatif investasi, penetapan tujuan investasi, pertimbangan risiko dan keuntungan, penggunaan informasi dalam pengambilan keputusan, serta alokasi dana pada berbagai aset.

Overconfidence

Overconfidence menggambarkan kecenderungan seseorang menilai kemampuan dirinya melebihi kapasitas yang sebenarnya dimiliki (Warmana, 2025). Budiarto & Susanti (2017) menambahkan bahwa kondisi ini tergolong *cognitive bias*, karena investor secara sistematis melebih-lebihkan kapasitas analisisnya sendiri sehingga mendorong pengambilan risiko investasi melampaui batas wajar. Investor yang mengalami *overconfidence* cenderung meremehkan risiko sehingga lebih berani dan lebih cepat mengambil keputusan investasi (Barber & Odean, 2001). Indikator *overconfidence* dalam penelitian ini meliputi percaya diri berlebihan, melebih-lebihkan pengetahuan, mengabaikan keterbatasan, transaksi berlebihan, keberanian mengambil risiko tinggi, serta keinginan memperoleh keuntungan secara cepat.

Herding

Herding dijelaskan sebagai kecenderungan investor untuk meniru tindakan investor lain karena menganggap keputusan mayoritas lebih tepat dibandingkan keputusan pribadi

(Rasool & Ullah, 2025). Javed et al., (2017) menemukan bahwa *herding* menjadi salah satu faktor perilaku yang berpengaruh terhadap keputusan investasi. Perkembangan media sosial dan platform investasi digital membuat investor Generasi Z lebih mudah terpengaruh oleh opini dan tindakan investor lain, sehingga *herding* dapat meningkatkan keputusan investasi karena investor merasa lebih yakin ketika mengikuti keputusan mayoritas (Nosita & Amrulloh, 2023). Indikator *herding* dalam penelitian ini meliputi meniru keputusan orang lain, menganggap orang lain lebih tahu, pengaruh tekanan sosial atau kelompok, kurang percaya pada analisis sendiri, serta kecenderungan menghindari tanggung jawab keputusan.

Loss Aversion

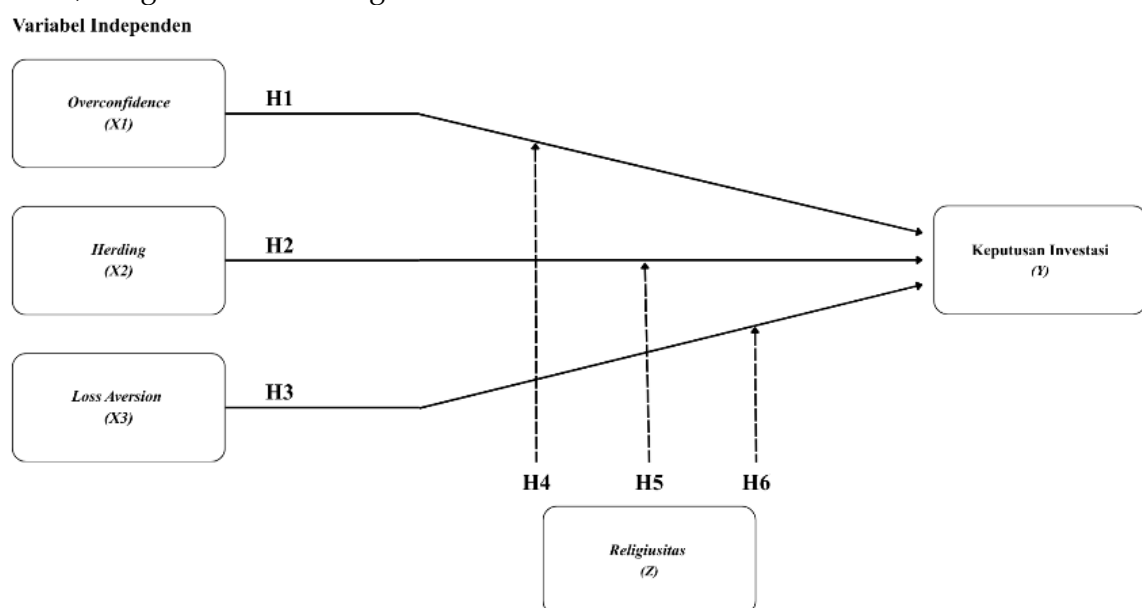
Menurut (Limarus & Pamungkas, 2023), *loss aversion* adalah kondisi ketika rasa sakit akibat kerugian yang dialami investor melebihi kesenangan yang diperoleh dari keuntungan. Armansyah (2021) menjelaskan bahwa *loss aversion* membuat seseorang lebih sensitif terhadap kerugian dibandingkan keuntungan, sehingga investor menjadi lebih berhati-hati terhadap perubahan harga. Kondisi ini sejalan dengan konsep *prospect theory* yang menyatakan bahwa individu lebih sensitif terhadap kerugian dibandingkan keuntungan dengan nilai yang sama (Kahneman & Tversky, 1979). Indikator *loss aversion* dalam penelitian ini meliputi kecenderungan menghindari kerugian lebih daripada mencari keuntungan, takut kehilangan modal, menahan investasi yang merugi, menolak risiko karena takut rugi, serta bereaksi lebih kuat terhadap kerugian.

Religiositas

Asutay et al., (2023) menjelaskan bahwa religiositas dapat memengaruhi perilaku investasi karena nilai agama membentuk sikap individu terhadap risiko, spekulasi, dan tanggung jawab moral. Religiositas diduga berperan memoderasi hubungan antara bias perilaku dan keputusan investasi karena nilai-nilai keagamaan berpotensi membentuk kontrol diri yang memengaruhi cara individu merespons dorongan spekulatif maupun tekanan sosial dalam berinvestasi. Indikator religiositas dalam penelitian ini meliputi keimanan dan keyakinan kepada Tuhan, kepatuhan terhadap ajaran agama, pengamalan dalam kehidupan sehari-hari, pemahaman terhadap nilai dan prinsip agama, serta kesadaran menjauhi hal-hal yang dilarang agama (Doraresta & Tokan, 2025).

Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dalam penelitian ini disusun berdasarkan rujukan penelitian terdahulu. Terdapat tiga variabel independen, satu variabel dependen, dan satu variabel moderasi, dengan susunan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan gambaran kerangka konseptual dalam penelitian ini, variabel independen terdiri atas *Overconfidence* (X1), *Herding* (X2), dan *Loss Aversion* (X3), variabel dependen adalah Keputusan Investasi (Y), sedangkan Religiositas (Z) diposisikan sebagai variabel moderasi. Hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1 : *Overconfidence* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

H2 : *Herding* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

H3 : *Loss aversion* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi.

H4 : Religiositas memoderasi pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi.

H5 : Religiositas memoderasi pengaruh *herding* terhadap keputusan investasi.

H6 : Religiositas memoderasi pengaruh *loss aversion* terhadap keputusan investasi.

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis, Tempat dan Waktu Penelitian

Pendekatan yang diterapkan dalam penelitian ini bersifat kuantitatif dengan pendekatan asosiatif dan desain *cross-sectional*. Sebagaimana diungkapkan oleh Sugiyono (2019), metode penelitian kuantitatif berlandaskan pada filsafat positivisme, digunakan untuk meneliti populasi atau sampel tertentu, dengan analisis data yang bersifat statistik guna menguji hipotesis yang telah ditetapkan. Pendekatan asosiatif digunakan karena penelitian ini bersifat *explanatory survey*, yaitu bermaksud menjelaskan pengaruh antara satu variabel dengan variabel lainnya, khususnya pengaruh *overconfidence*, *herding*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi dengan religiositas sebagai variabel moderasi. Desain *cross-sectional* dipilih karena pengumpulan data dilakukan secara serentak dalam satu waktu. Penelitian dilaksanakan di Provinsi Jawa Timur dengan periode pengumpulan data yang berlangsung pada November 2025 hingga Februari 2026.

Populasi dan Sampel

Populasi merupakan keseluruhan objek atau subjek penelitian yang memiliki karakteristik tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah Generasi Z yang berdomisili di Provinsi Jawa Timur dan memiliki pengalaman melakukan investasi, yaitu individu yang lahir pada rentang tahun 1997–2012 dan telah berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, reksa dana, *cryptocurrency*, obligasi, maupun instrumen lainnya.

Teknik pengambilan sampel menggunakan *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan responden berdasarkan kriteria tertentu, meliputi: (1) termasuk kategori Generasi Z, (2) pernah melakukan investasi, (3) memiliki aplikasi atau akun investasi, (4) bersedia mengisi kuesioner penelitian, dan (5) berdomisili di Provinsi Jawa Timur. Penentuan jumlah sampel mengacu pada (Hair et al., 2017) yang menyatakan bahwa jumlah minimum sampel dalam analisis PLS-SEM adalah sepuluh kali jumlah indikator terbanyak pada satu konstruk. Konstruk dengan indikator terbanyak dalam penelitian ini adalah *overconfidence* dengan 7 indikator, sehingga jumlah minimum sampel yang diperlukan adalah 70 responden. Dalam proses pengumpulan data diperoleh dan diolah sebanyak 298 responden yang memenuhi kriteria, sehingga telah melampaui ketentuan ukuran sampel minimum yang disarankan.

Sumber Data dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data primer yang diperoleh secara langsung dari responden melalui penyebaran kuesioner daring menggunakan *Google Form* kepada Generasi Z pengguna aplikasi investasi di Provinsi Jawa Timur. Penyebaran tautan kuesioner dilakukan melalui berbagai platform media sosial dan komunitas investor selama periode penelitian.

Pengukuran variabel dalam penelitian ini menggunakan skala *Likert* dengan lima tingkat penilaian, yaitu sangat tidak setuju, tidak setuju, netral, setuju, dan sangat setuju. Data

yang terkumpul dianalisis menggunakan *Partial Least Squares Structural Equation Modeling* (PLS-SEM) dengan bantuan perangkat lunak *SmartPLS 4.0* melalui dua tahap utama, yaitu evaluasi model pengukuran (*outer model*) dan evaluasi model struktural (*inner model*).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Karakteristik Responden

Responden dalam penelitian ini berjumlah 298 orang. Berdasarkan jenis kelamin, responden laki-laki berjumlah 172 orang (57,7%) dan perempuan 126 orang (42,3%). Berdasarkan usia, mayoritas responden berada pada rentang 20–22 tahun sebanyak 131 orang (43,9%), diikuti usia 23–25 tahun sebanyak 96 orang (32,2%), usia di atas 25 tahun sebanyak 49 orang (16,4%), dan usia di bawah 20 tahun sebanyak 22 orang (7,4%). Dari sisi pendidikan, sebagian besar responden menempuh atau telah menyelesaikan jenjang S1 sebanyak 181 orang (60,7%). Berdasarkan pendapatan atau uang saku per bulan, kelompok Rp1.000.000–Rp3.000.000 mendominasi dengan 100 orang (33,6%). Adapun berdasarkan lama pengalaman berinvestasi, responden dengan pengalaman 6 bulan–1 tahun mendominasi sebanyak 90 orang (30,2%), yang menunjukkan bahwa mayoritas responden masih tergolong investor pemula hingga menengah.

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

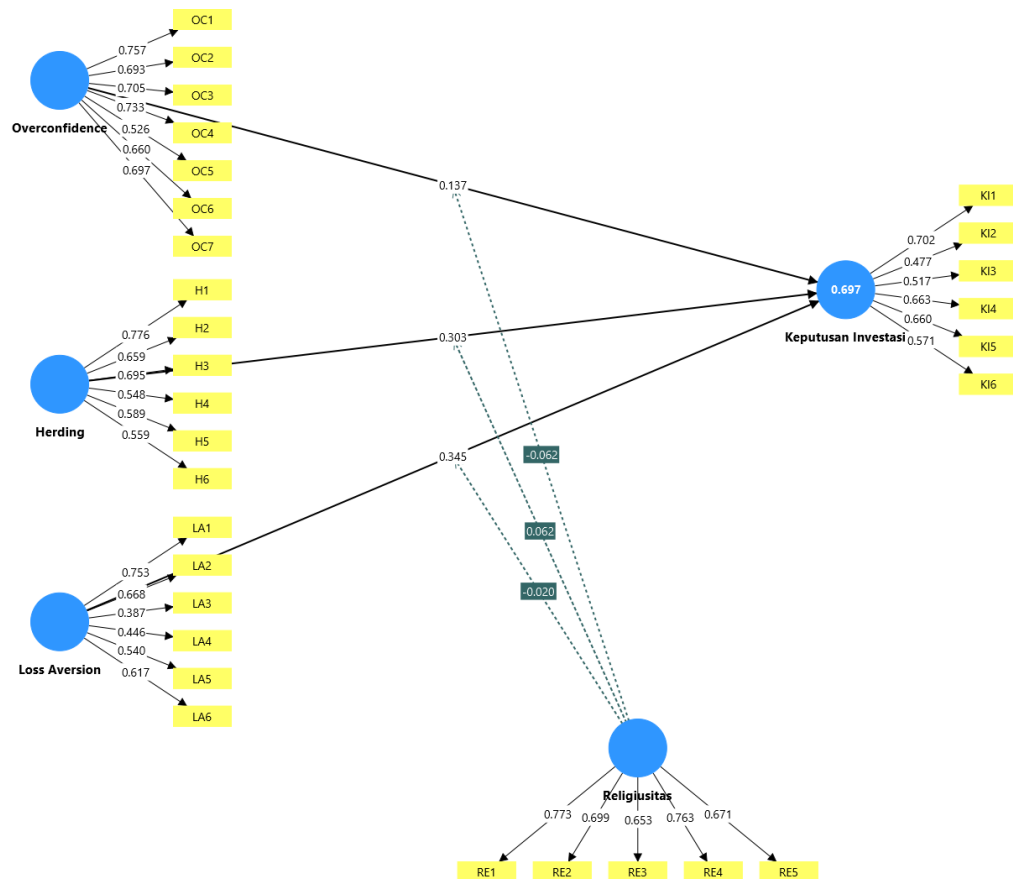
Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std.
<i>Overconfidence</i>	298	1,000	5,000	4,207	0,820
<i>Herding</i>	298	1,000	5,000	4,140	0,856
<i>Loss Aversion</i>	298	1,000	5,000	4,179	0,887
Keputusan Investasi	298	1,000	5,000	4,235	0,783
Religiositas	298	2,000	5,000	4,340	0,719

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian memperoleh nilai rata-rata (*mean*) di atas 4,00 pada skala *Likert* 1–5. Variabel religiositas memiliki nilai *mean* tertinggi sebesar 4,340 dengan standar deviasi 0,719, yang menunjukkan bahwa responden memiliki tingkat religiositas yang tinggi dan cenderung seragam. Secara keseluruhan, nilai standar deviasi seluruh variabel berada di bawah 1,000, sehingga sebaran jawaban responden relatif homogen dan tidak menyimpang jauh dari nilai rata-ratanya.

Uji Validitas Konvergen

Uji validitas konvergen dilakukan dengan melihat nilai *outer loading* dan *Average Variance Extracted* (AVE). Suatu indikator dinyatakan valid apabila memiliki nilai *outer loading* $\geq 0,60$ (Chin, 1998; Hair et al., 2017), sedangkan nilai $\geq 0,70$ menunjukkan tingkat validitas yang ideal (Haryono, 2016).



Gambar 2. Outer Model Tahap Awal (Sebelum eliminasi)

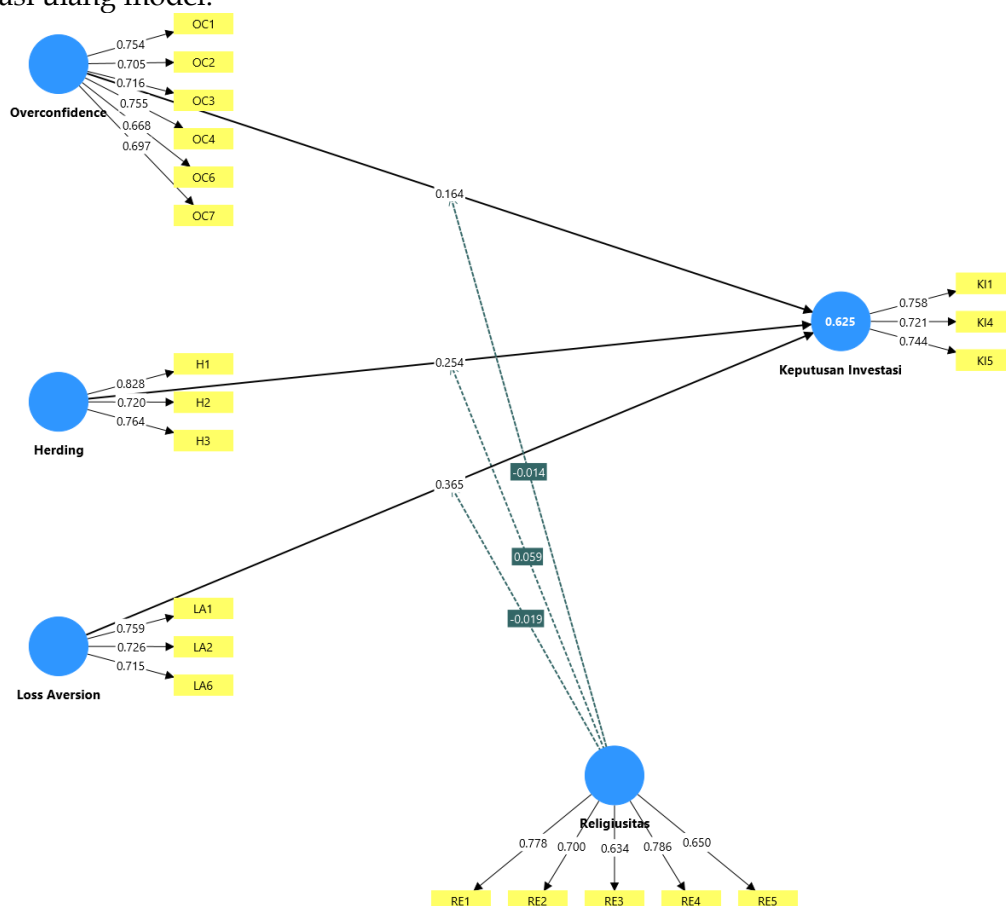
Tabel 2. Hasil Outer Loading Tahap Awal (Sebelum Eliminasi)

Variabel	Indikator	Outer Loading	Keterangan
Overconfidence (X1)	X1.1	0,757	Valid
	X1.2	0,693	Valid
	X1.3	0,705	Valid
	X1.4	0,733	Valid
	X1.5	0,526	Tidak Valid
	X1.6	0,660	Valid
	X1.7	0,697	Valid
Herding (X2)	X2.1	0,776	Valid
	X2.2	0,659	Valid
	X2.3	0,695	Valid
	X2.4	0,548	Tidak Valid
	X2.5	0,589	Tidak Valid
	X2.6	0,559	Tidak Valid
Loss Aversion (X3)	X3.1	0,753	Valid
	X3.2	0,668	Valid
	X3.3	0,387	Tidak Valid
	X3.4	0,446	Tidak Valid
	X3.5	0,540	Tidak Valid
	X3.6	0,617	Valid
Keputusan Investasi (Y)	Y.1	0,702	Valid

Variabel	Indikator	Outer Loading	Keterangan
Religiositas (Z)	Y.2	0,477	Tidak Valid
	Y.3	0,517	Tidak Valid
	Y.4	0,663	Valid
	Y.5	0,660	Valid
	Y.6	0,571	Tidak Valid
	Z.1	0,773	Valid
	Z.2	0,699	Valid
	Z.3	0,653	Valid
	Z.4	0,763	Valid
	Z.5	0,671	Valid

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 2, sebagian besar indikator telah memiliki nilai *outer loading* di atas 0,60. Namun demikian, masih ditemukan beberapa indikator dengan nilai di bawah 0,60, yaitu X1.5 pada variabel *Overconfidence*; X2.4, X2.5, dan X2.6 pada variabel *Herding*; X3.3, X3.4, dan X3.5 pada variabel *Loss Aversion*; serta Y.2, Y.3, dan Y.6 pada variabel Keputusan Investasi. Indikator-indikator tersebut kurang mampu merepresentasikan variabel latennya, sehingga dieliminasi secara bertahap dimulai dari nilai terendah, kemudian dilakukan estimasi ulang model.



Gambar 3. Outer Model Setelah Eliminasi (Final)
Tabel 3. Hasil Outer Loading Setelah Eliminasi (Final)

Variabel	Indikator	Outer Loading	Keterangan
<i>Overconfidence</i> (X1)	X1.1	0,754	Valid
	X1.2	0,705	Valid

Variabel	Indikator	Outer Loading	Keterangan
Herding (X2)	X1.3	0,716	Valid
	X1.4	0,755	Valid
	X1.6	0,668	Valid
	X1.7	0,697	Valid
	X2.1	0,828	Valid
Loss Aversion (X3)	X2.2	0,720	Valid
	X2.3	0,764	Valid
	X3.1	0,759	Valid
Keputusan Investasi (Y)	X3.2	0,726	Valid
	X3.6	0,715	Valid
	Y.1	0,758	Valid
Religiositas (Z)	Y.4	0,721	Valid
	Y.5	0,744	Valid
	Z.1	0,778	Valid
	Z.2	0,700	Valid
	Z.3	0,634	Valid
	Z.4	0,786	Valid
	Z.5	0,650	Valid

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 3, seluruh indikator yang tersisa telah memiliki nilai *outer loading* di atas 0,60 dengan rentang antara 0,634 hingga 0,828, sehingga seluruh indikator dinyatakan memenuhi kriteria validitas konvergen dan layak digunakan pada pengujian tahap selanjutnya.

Tabel 4. Hasil Nilai Average Variance Extracted (AVE)

Variabel	Nilai AVE	Keterangan
<i>Overconfidence</i>	0,514	Valid
<i>Herding</i>	0,596	Valid
<i>Loss Aversion</i>	0,538	Valid
Keputusan Investasi	0,549	Valid
Religiositas	0,507	Valid

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 4, seluruh variabel memiliki nilai AVE di atas 0,50, yaitu *Overconfidence* sebesar 0,514; *Herding* sebesar 0,596; *Loss Aversion* sebesar 0,538; Keputusan Investasi sebesar 0,549; dan Religiositas sebesar 0,507. Dengan demikian, seluruh konstruk telah memenuhi kriteria validitas konvergen, baik dilihat dari nilai *outer loading* maupun nilai AVE (Haryono, 2016).

Uji Validitas Diskriminan

Validitas diskriminan diuji menggunakan kriteria *Fornell-Larcker*, yaitu dengan membandingkan nilai akar kuadrat AVE setiap konstruk dengan nilai korelasi antara konstruk tersebut dengan konstruk lainnya dalam model (Savitri et al., 2021).

Tabel 5. Hasil Uji Fornell-Larcker

Variabel	<i>Herding</i>	Keputusan Investasi	<i>Loss Aversion</i>	<i>Overconfidence</i>	Religiositas
<i>Herding</i>	0,772				
Keputusan Investasi	0,633	0,741			

Variabel	<i>Herding</i>	Keputusan Investasi	<i>Loss Aversion</i>	<i>Overconfidence</i>	Religiositas
<i>Loss Aversion</i>	0,573	0,701	0,733		
<i>Overconfidence</i>	0,545	0,614	0,589	0,717	
Religiositas	0,479	0,592	0,549	0,509	0,712

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 5, nilai akar AVE pada diagonal untuk setiap variabel, yaitu *Herding* sebesar 0,772; Keputusan Investasi sebesar 0,741; *Loss Aversion* sebesar 0,733; *Overconfidence* sebesar 0,717; dan Religiositas sebesar 0,712, seluruhnya lebih besar dibandingkan nilai korelasi antar variabel pada baris maupun kolom yang sama. Dengan demikian, seluruh variabel telah memenuhi kriteria validitas diskriminan.

Uji Reliabilitas

Tabel 6. Hasil Uji Reliabilitas

Konstruk	<i>Cronbach's Alpha</i>	<i>Composite Reliability</i>	Keterangan
<i>Overconfidence</i>	0,810	0,863	Reliabel
<i>Herding</i>	0,662	0,815	Reliabel
<i>Loss Aversion</i>	0,571	0,777	Reliabel
Keputusan Investasi	0,593	0,785	Reliabel
Religiositas	0,758	0,836	Reliabel

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 6, nilai *Composite Reliability* pada seluruh konstruk telah berada di atas 0,70. Sementara itu, nilai *Cronbach's Alpha* pada variabel *Overconfidence* (0,810) dan Religiositas (0,758) telah memenuhi nilai $\geq 0,70$, sedangkan *Herding* (0,662), *Loss Aversion* (0,571), dan Keputusan Investasi (0,593) masih berada di bawah nilai tersebut. Kondisi tersebut belum menjadi masalah karena *Cronbach's Alpha* cenderung menghasilkan estimasi reliabilitas yang lebih konservatif dibandingkan *Composite Reliability*, sehingga *Composite Reliability* lebih sesuai digunakan sebagai kriteria utama dalam pendekatan PLS-SEM (Hair et al., 2017). Dengan demikian, seluruh konstruk dinyatakan reliabel.

Validasi Model Fit

Tabel 7. Hasil Validasi Model Fit

Parameter	Saturated Model	Estimated Model	Keterangan
SRMR	0,084	0,085	Fit
d_ULS	1,494	1,505	Fit
d_G	0,442	0,443	Fit
Chi-square	759,115	762,530	Fit
NFI	0,657	0,655	Marginal

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 7, nilai SRMR pada *saturated model* dan *estimated model* masing-masing sebesar 0,084 dan 0,085, yang berada di bawah 0,10 sehingga model dinyatakan fit (Wiyono, 2020). Nilai d_ULS sebesar 1,494 dan 1,505 serta nilai d_G sebesar 0,442 dan 0,443 telah memenuhi kriteria $\geq 0,05$ (Wiyono, 2020). Pada pengujian *Chi-square*, dengan derajat bebas 19 diperoleh nilai *Chi-square* tabel sebesar 30,144, sedangkan nilai *Chi-square* hitung pada kedua model (759,115 dan 762,530) jauh lebih besar dari nilai tersebut sehingga kriteria ini belum terpenuhi. Kondisi ini umum dijumpai pada model dengan jumlah indikator dan ukuran sampel yang relatif besar, karena nilai *Chi-square* sangat sensitif terhadap ukuran sampel dan kompleksitas model (Hair et al., 2017). Sementara itu, nilai NFI sebesar 0,657 dan 0,655 belum sepenuhnya mendekati angka 1 sehingga dikategorikan marginal (Garson, 2016). Dengan demikian, tiga dari lima parameter (SRMR, d_ULS, dan d_G) telah memenuhi

kriteria, sedangkan *Chi-square* belum terpenuhi dan NFI marginal, sehingga model secara keseluruhan dinyatakan memiliki tingkat kesesuaian yang cukup baik.

Tabel 8. Nilai Goodness of Fit (GoF) dan Predictive Relevance (Q²)

Parameter	Nilai	Kriteria	Keterangan
Goodness of Fit (GoF)	0,581	$\geq 0,36$	Tinggi
Q ² Predict (Keputusan Investasi)	0,587	$> 0,35$	Kuat
RMSE	0,650	-	Rendah
MAE	0,493	-	Rendah

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 8, diperoleh nilai GoF sebesar 0,581 yang berada di atas ambang batas 0,36, sehingga model penelitian ini memiliki tingkat kesesuaian yang tinggi (Haryono, 2016). Adapun nilai Q² *predict* sebesar 0,587 menunjukkan bahwa model memiliki relevansi prediktif yang kuat terhadap variabel Keputusan Investasi, didukung nilai RMSE sebesar 0,650 dan MAE sebesar 0,493 yang relatif kecil sehingga tingkat kesalahan prediksi model tergolong rendah.

Pengujian Inner Model

Tabel 9. Nilai R-Square dan f-Square

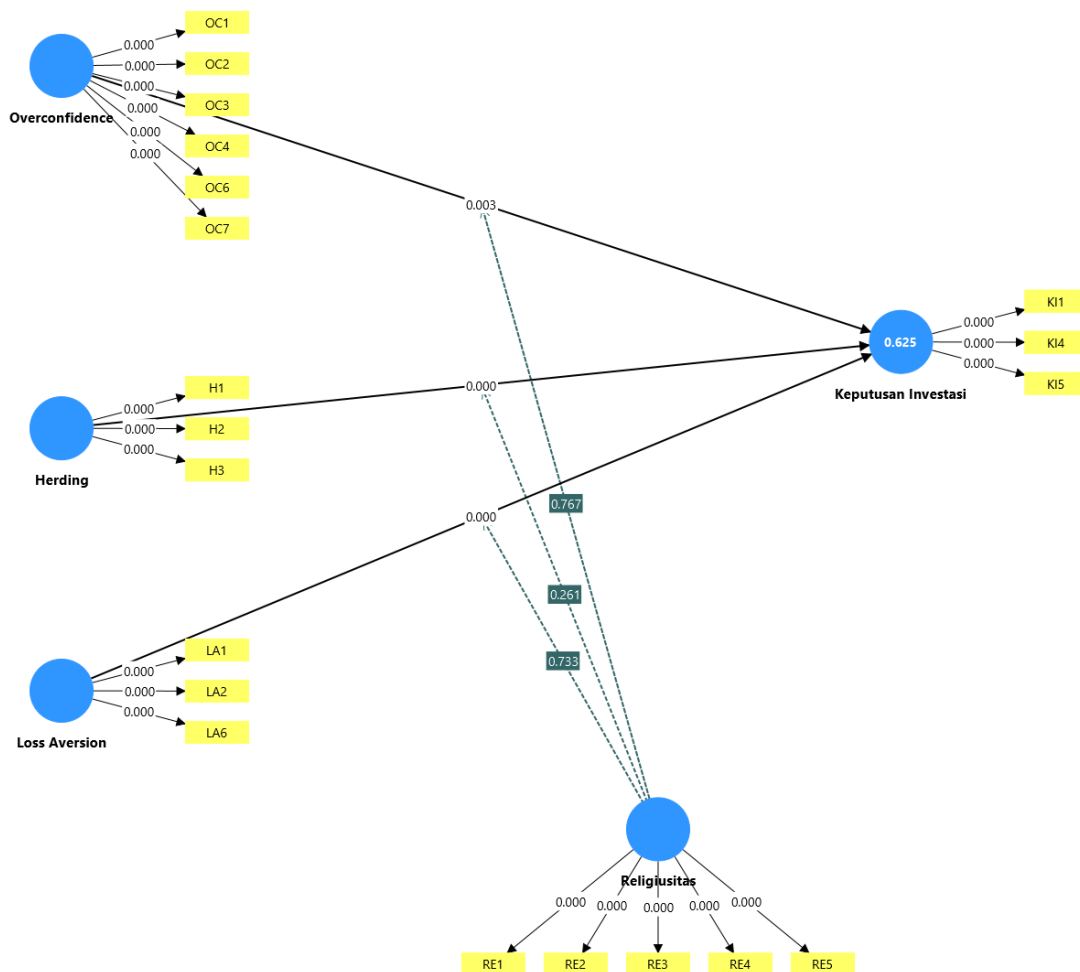
Konstruk	R-Square	R-Square Adjusted	f-Square	Kategori f ²
Keputusan Investasi	0,625	0,616	-	Moderat
<i>Overconfidence</i>	-	-	0,036	Efek Sedang
<i>Herding</i>	-	-	0,097	Efek Sedang
<i>Loss Aversion</i>	-	-	0,172	Efek Sedang
Religiositas	-	-	0,052	Efek Sedang

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 9, variabel Keputusan Investasi memperoleh nilai *R-Square* sebesar 0,625 dan *R-Square Adjusted* sebesar 0,616 yang termasuk kategori moderat (Hamid & Anwar, 2019). Nilai tersebut berarti *Overconfidence*, *Herding*, dan *Loss Aversion*, baik secara langsung maupun melalui moderasi Religiositas, mampu menjelaskan variabel Keputusan Investasi sebesar 62,5%, sedangkan sisanya sebesar 37,5% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini. Adapun hasil *effect size* menunjukkan bahwa seluruh variabel independen berada pada kategori efek sedang, dengan *Loss Aversion* memberikan kontribusi relatif paling dominan (f² 0,172).

Uji Signifikansi Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan menggunakan metode *bootstrapping* pada *SmartPLS* dengan melihat nilai *T-Statistics* dan *P-Values*. Hipotesis dinyatakan signifikan pada tingkat 10% apabila *T-Statistics* $> 1,65$, tingkat 5% apabila *T-Statistics* $> 1,96$, dan tingkat 1% apabila *T-Statistics* $> 2,58$ (Hair et al., 2017).



Gambar 4. Hasil Uji Bootstrapping

Tabel 10. Hasil Uji Hipotesis Pengaruh Langsung

Hipotesis	Original Sample	T-Statistics	P-Values	Keterangan
H1: $X_1 \rightarrow Y$	0,164	2,922	0,003	Diterima
H2: $X_2 \rightarrow Y$	0,254	4,625	0,000	Diterima
H3: $X_3 \rightarrow Y$	0,365	6,392	0,000	Diterima

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Tabel 11. Hasil Uji Hipotesis Pengaruh Moderasi

Hipotesis	Original Sample	T-Statistics	P-Values	Keterangan
H4: $Z \times X_1 \rightarrow Y$	-0,014	0,296	0,767	Ditolak
H5: $Z \times X_2 \rightarrow Y$	0,059	1,125	0,261	Ditolak
H6: $Z \times X_3 \rightarrow Y$	-0,019	0,341	0,733	Ditolak

Sumber: Data primer diolah peneliti, 2026

Berdasarkan Tabel 10, ketiga hipotesis pengaruh langsung diterima. *Overconfidence* memperoleh nilai *T-Statistics* 2,922 dengan *P-Value* 0,003 sehingga signifikan pada tingkat 1%; *herding* memperoleh nilai *T-Statistics* 4,625 dengan *P-Value* 0,000 sehingga signifikan pada tingkat 1%; dan *loss aversion* memperoleh nilai *T-Statistics* 6,392 dengan *P-Value* 0,000 sehingga signifikan pada tingkat 1% dan merupakan variabel dengan pengaruh terbesar. Sebaliknya, berdasarkan Tabel 11 ketiga hipotesis moderasi ditolak karena nilai *T-Statistics* seluruhnya berada di bawah 1,65 dengan *P-Values* di atas 0,10.

Pembahasan

Pengaruh *Overconfidence* terhadap Keputusan Investasi

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *overconfidence* (X1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi (Y) dengan koefisien jalur sebesar 0,164, nilai T-Statistics 2,922, dan P-Value 0,003 ($<0,05$), sehingga H1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa rasa percaya diri yang tinggi terhadap kemampuan dan pengetahuan investasi secara langsung meningkatkan keaktifan investor dalam mengambil keputusan. Apabila Generasi Z merasa yakin bahwa kemampuan analisisnya sudah cukup baik untuk membaca peluang pasar, keyakinan tersebut mendorongnya untuk segera menetapkan tujuan, mengalokasikan dana, dan menentukan pilihan investasi tanpa banyak keraguan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Linda et al., (2025), yang menyatakan bahwa *overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi, serta didukung temuan Warmana (2025), pada Generasi Z yang menunjukkan bahwa semakin tinggi rasa percaya diri investor terhadap kemampuan analisisnya, semakin besar pula kecenderungannya untuk aktif mengambil keputusan investasi. Temuan ini juga sejalan dengan *behavioral finance theory* sebagai *grand theory* penelitian ini, di mana investor tidak selalu bertindak rasional melainkan dipengaruhi oleh persepsi subjektif terhadap kemampuannya sendiri (Kahneman & Tversky, 1979; Ricciardi & Simon, 2000), yang diperkuat oleh *bounded rationality theory* Simon (1955) terkait penggunaan heuristik dalam pengambilan keputusan.

Pengaruh *Herding* terhadap Keputusan Investasi

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *herding* (X2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi dengan koefisien jalur sebesar 0,254, nilai T-Statistics 4,625, dan P-Value 0,000 ($<0,05$), sehingga H2 diterima pada tingkat kepercayaan 99%. Kecenderungan investor mengikuti keputusan atau tindakan investor lain secara langsung mendorong keaktifannya dalam mengambil keputusan investasi. Generasi Z yang tumbuh bersama media sosial dan platform investasi digital merasa lebih yakin ketika keputusannya sejalan dengan mayoritas investor lain, sehingga rasa aman kolektif justru mempercepat proses pengambilan keputusan, bukan menahannya. Temuan ini sejalan dengan Haris et al., (2025) yang menyatakan bahwa *herding behavior* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi generasi muda karena investor cenderung mengikuti rekomendasi dan tren yang berkembang di lingkungan sosialnya. Pola serupa juga ditemukan oleh Nosita & Amrulloh (2023), yang menunjukkan bahwa *herding behavior* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi digital Generasi Z. Temuan ini sejalan dengan *behavioral finance theory* yang menjelaskan bahwa keputusan investor sering menyimpang dari asumsi pasar efisien karena dipengaruhi faktor psikologis dan sosial (Ricciardi & Simon, 2000), serta diperkuat oleh *bounded rationality theory* Simon (1955), di mana keterbatasan informasi dan kemampuan analisis mendorong investor menggunakan heuristik sosial berupa mengikuti tindakan investor lain..

Pengaruh *Loss Aversion* terhadap Keputusan Investasi

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *loss aversion* (X3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi dengan koefisien jalur sebesar 0,365, nilai T-Statistics 6,392, dan P-Value 0,000 ($<0,05$), sehingga H3 diterima dengan kontribusi terbesar di antara ketiga variabel bebas yang diteliti. Ketakutan terhadap kerugian pada dasarnya justru mendorong investor untuk berpikir lebih matang sebelum menempatkan dananya, bukan untuk berhenti berinvestasi. Investor dengan *loss aversion* tinggi cenderung lebih cermat menganalisis, mempertimbangkan risiko secara lebih hati-hati, dan menggunakan informasi secara lebih selektif, sehingga kehati-hatian tersebut terwujud dalam keputusan investasi yang lebih terukur. Temuan ini didukung oleh Limarus & Pamungkas (2023), yang menemukan bahwa *loss aversion* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi Generasi Z karena meningkatkan kesadaran risiko dan mendorong keputusan investasi yang lebih terukur. Hasil serupa juga ditemukan oleh Armansyah (2021) pada investor Generasi Z, di

mana *loss aversion* turut berperan dalam membentuk keputusan investasi yang lebih terukur. Merujuk pada *behavioral finance theory*, khususnya *prospect theory* dari Kahneman & Tversky (1979), individu menilai kerugian dan keuntungan secara asimetris sehingga rasa takut terhadap kerugian memiliki bobot psikologis lebih besar dibandingkan potensi keuntungan yang setara. Faktor ini diperkuat pula oleh *bounded rationality theory* Simon (1955), di mana keterbatasan kemampuan investor dalam menghadapi ketidakpastian pasar mendorong mereka bersikap lebih hati-hati dan selektif dalam memproses informasi sebelum mengambil keputusan investasi.

Peran Religiositas dalam Memoderasi Pengaruh Bias Perilaku

Hasil pengujian moderasi menunjukkan bahwa religiositas tidak mampu memoderasi pengaruh *overconfidence* (*T-Statistics* 0,296; *P-Value* 0,767; koefisien -0,014), *herding* (*T-Statistics* 1,125; *P-Value* 0,261; koefisien 0,059), maupun *loss aversion* (*T-Statistics* 0,341; *P-Value* 0,733; koefisien -0,019) terhadap keputusan investasi, sehingga H4, H5, dan H6 ditolak.

Ketiga hasil ini menunjukkan pola yang konsisten: religiositas tidak berperan signifikan dalam memperkuat maupun memperlemah pengaruh ketiga bias tersebut. Hal ini terjadi meskipun secara deskriptif responden menyatakan tingkat religiositas yang tinggi (nilai *mean* 4,340), yang mengindikasikan bahwa persoalannya bukan pada rendahnya religiositas responden, melainkan pada bentuk religiositas yang berhasil ditangkap oleh instrumen penelitian ini. Seluruh item religiositas mengukur dimensi keyakinan dan kepatuhan syariah dalam memilih objek investasi, dan belum menjangkau dimensi pengamalan atau kebiasaan spiritual yang dijalani secara konsisten.

Merujuk pada *maqasid al-shariah*, religiositas idealnya berfungsi sebagai kontrol diri terhadap dorongan spekulatif (Asutay et al., 2023), namun kontrol diri tersebut bukan sesuatu yang otomatis terbentuk begitu seseorang meyakini nilai agama, melainkan terbentuk melalui proses pengamalan yang konsisten. Bagi generasi Z yang mayoritas berstatus investor pemula, keyakinan agama yang tinggi belum tentu sejalan dengan kematangan pengamalan yang cukup untuk menghasilkan kontrol diri yang teruji, sehingga prinsip kehati-hatian dalam *maqasid al-shariah* pada kelompok ini baru terwujud sebagai keyakinan normatif dalam memilih objek investasi halal, dan belum meluas menjadi kebiasaan pengendalian diri yang mampu meredam rasa percaya diri berlebih, dorongan mengikuti mayoritas, maupun kepanikan menghadapi kerugian.

Temuan ini turut menjelaskan inkonsistensi arah pengaruh religiositas pada penelitian terdahulu. Hameed et al., (2018) menemukan bahwa religiositas justru memperkuat pengaruh *confirmation bias* pada investor Pakistan, sedangkan Eka et al., (2020) menemukan religiositas memoderasi hubungan *loss aversion* dan keputusan investasi pada investor saham di Kota Padang. Perbedaan ini mengindikasikan bahwa efek moderasi religiositas sangat bergantung pada sejauh mana religiositas telah terinternalisasi menjadi pengamalan, bukan sekadar keyakinan investor pada studi Eka et al., (2020) yang lebih mapan pengalaman investasinya besar kemungkinan juga memiliki pengamalan agama yang lebih matang dibandingkan investor pemula generasi Z pada penelitian ini.

Dari sudut pandang teori, temuan ini tetap dapat dijelaskan melalui *behavioral finance theory* sebagai *grand theory* penelitian ini (Ricciardi & Simon, 2000), diperkuat *bounded rationality theory* Simon (1955) keterbatasan kemampuan investor pemula dalam memproses informasi mendorong mereka bergantung pada heuristik cepat yang reaktif dan situasional, sementara religiositas yang baru sebatas keyakinan dan belum menjadi kebiasaan yang teruji belum cukup kuat menjadi jalan pintas kognitif alternatif. Dengan demikian, religiositas pada konteks investor pemula generasi Z lebih tepat dipahami sebagai keyakinan normatif yang membentuk pilihan objek investasi sesuai prinsip *maqasid al-shariah*, namun belum menjadi pengendali psikologis atas bias perilaku sebuah kesenjangan antara keyakinan dan pengamalan yang menjadi temuan penting penelitian ini.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan mengenai pengaruh *overconfidence*, *herding*, dan *loss aversion* terhadap keputusan investasi Generasi Z di Provinsi Jawa Timur dengan religiositas sebagai variabel moderasi, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. *Overconfidence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi Generasi Z di Provinsi Jawa Timur.
2. *Herding* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi Generasi Z di Provinsi Jawa Timur.
3. *Loss aversion* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi Generasi Z di Provinsi Jawa Timur, bahkan menjadi variabel dengan pengaruh terbesar di antara ketiga bias yang diteliti.
4. Religiositas tidak mampu memoderasi pengaruh *overconfidence* terhadap keputusan investasi Generasi Z, karena religiositas dalam penelitian ini baru terukur sebatas keyakinan akan kepatuhan syariah, belum sampai pada pengamalan yang teruji dalam mengendalikan rasa percaya diri, sesuatu yang wajar mengingat mayoritas responden adalah investor pemula.
5. Religiositas tidak mampu memoderasi pengaruh *herding* terhadap keputusan investasi generasi Z, karena kelompok acuan yang diikuti investor bersifat umum, bukan kelompok keagamaan, sehingga keyakinan agama yang dinyatakan responden belum tentu telah menjadi kebiasaan yang cukup kuat untuk menahan dorongan mengikuti arus mayoritas.
6. Religiositas tidak mampu memoderasi pengaruh *loss aversion* terhadap keputusan investasi Generasi Z, karena religiositas dalam penelitian ini mengukur ketenangan yang bersumber dari kesesuaian objek investasi dengan nilai agama sejak awal memilih, bukan ketenangan yang teruji dalam menghadapi kerugian yang telah terjadi.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu:

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada Generasi Z di Provinsi Jawa Timur, sehingga hasil penelitian belum tentu dapat digeneralisasikan pada wilayah lain dengan karakteristik sosial, ekonomi, dan budaya yang berbeda.
2. Data penelitian bersifat *cross-sectional*, yaitu dikumpulkan pada satu titik waktu tertentu, sehingga belum dapat menggambarkan dinamika perubahan perilaku investasi Generasi Z dari waktu ke waktu.
3. Pengumpulan data dilakukan melalui kuesioner yang bersifat *self report*, sehingga jawaban responden berpotensi dipengaruhi oleh persepsi subjektif maupun kecenderungan menjawab secara sosial yang dianggap baik.
4. Instrumen religiositas yang digunakan dalam penelitian ini mengukur religiositas secara umum pada dimensi keyakinan (kepatuhan syariah dalam memilih objek investasi), dan belum menjangkau dimensi pengamalan atau kebiasaan ibadah yang dijalani secara konsisten, maupun dimensi lain yang secara konseptual lebih relevan dengan masing-masing bias perilaku, seperti kesadaran atas keterbatasan kemampuan diri, keterikatan pada kelompok rujukan keagamaan, maupun pengendalian rasa takut terhadap kerugian, sehingga menjadi salah satu penyebab religiositas belum terbukti memoderasi satu pun dari tiga hubungan yang diuji.
5. Responden penelitian didominasi oleh investor pemula dengan pengalaman investasi di bawah satu tahun, sehingga hasil penelitian lebih menggambarkan pola perilaku investor pemula.

Saran

1. Bagi investor Generasi Z, disarankan untuk terus meningkatkan literasi keuangan secara mandiri, tidak sepenuhnya mengandalkan rasa percaya diri, rekomendasi kelompok, atau

reaksi pasar sesaat, serta melakukan riset dan analisis yang memadai sebelum mengambil keputusan investasi.

2. Bagi lembaga keuangan dan regulator, disarankan untuk merancang program literasi keuangan yang secara langsung menyasar bias kognitif (*overconfidence*), sosial (*herding*), dan psikologis (*loss aversion*) pada investor muda, mengingat pendekatan berbasis nilai keagamaan saja belum terbukti cukup untuk mengendalikan ketiga bias tersebut.
3. Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk mengembangkan instrumen religiositas yang membedakan secara jelas antara dimensi keyakinan dan dimensi pengamalan/kebiasaan ibadah, serta lebih spesifik dan relevan dengan karakteristik masing-masing bias perilaku (misalnya dimensi kesadaran diri, keterikatan kelompok, atau pengendalian emosi), memperluas cakupan wilayah penelitian, menggunakan desain penelitian longitudinal agar dapat menangkap perkembangan kematangan religiositas investor dari waktu ke waktu, serta mempertimbangkan variabel moderasi atau prediktor lain seperti literasi keuangan dan toleransi risiko.

DAFTAR PUSTAKA

- Armansyah, R. F. (2021). *Over Confidence , Mental Accounting , and Loss Aversion*. 9(1), 44-53.
- Asutay, M., Febriyan, P., Banjaran, A., & Yusuf, S. I. (2023). Religiosity and Charitable Giving on Investors ' Trading Behaviour in the Indonesian Islamic Stock Market : Islamic vs Market Logic. *Journal of Business Ethics*, 188(2), 327-348. <https://doi.org/10.1007/s10551-023-05324-0>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Budiarto, A., & Susanti. (2017). PENGARUH FINANCIAL LITERACY, OVERCONFIDENCE, REGRET AVERSION BIAS, DAN RISK TOLERANCE TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI (Studi pada investor PT. Sucorinvest Central Gani Galeri Investasi BEI Universitas Negeri Surabaya) Angga Budiarto. 05, 1-9.
- Bursa Efek Indonesia. (2025). Jumlah Investor Lampau 18 Juta, Cerminkan Stabilitas Pasar Modal Indonesia. *Indonesian Stock Exchange Bursa Efek Indonesia*. https://www.idx.co.id/id/berita/siaran-pers/2442?utm_source=chatgpt.com
- Chin, W. W. (1998). *MODERN METHODS FOR BUSINESS RESEARCH*.
- Doraresta, A., & Tokan, K. (2025). *Department of Management, Faculty of Business and Management, Universitas Internasional Batam - Indonesia*. 18(2), 1127-1146.
- Eka, S., Natassia, R., & Yolanda, H. (2020). *The Effect of Religiosity Moderation with Loss Aversion on the Investment Decision of Personal Investors Kind of Stock Security in Padang City*. 4(1), 40-55. <https://doi.org/https://doi.org/10.25077/amar.4.1.40-55.2020>
- Garson, D. (2016). *Partial Least Squares Structural Equation Modeling*.
- Güney, N. (2024). *Maq' asid al-Shar' i'a in Islamic Finance: A Critical Analysis of Modern Discourses*.
- Hair, J. F., Hult, G. T. M., & Ringle, C. M. (2017). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*.
- Hameed, W., Sabir, S. A., Razzaq, S., & Humanyon, A. A. (2018). *The Influence of behavioural biases on Investment Decision Making: A Moderating Role of Religiosity among Pakistani Investors*. 8(1), 1-8. <https://doi.org/https://doi.org/10.56536/ijmres.v8i1.39>
- Hamid, R. S., & Anwar, S. M. (2019). *Structural Equation Modeling (SEM) Berbasis Varian (Konsep Dasar Dan Aplikasi Program Smart PLS 3.2.8 Dalam Riset Bisnis)*. PT. Inkubator Penulis Indonesia.
- Haris, E. Y., Muhammad, M., Achmad, Z., & Cynthia, E. V. (2025). SURABAYA DENGAN LITERASI KEUANGAN SEBAGAI JIMEA | *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen , Ekonomi , dan Akuntansi)*. 9(1), 3393-3414.

- Haryono, S. (2016). *Metode SEM untuk Penelitian Manajemen dengan AMOS LISREL Tentang Kami*.
- Javed, H., Bagh, T., & Razzaq, S. (2017). *Herding Effects , Over Confidence , Availability Bias and Representativeness as Behavioral Determinants of Perceived Investment Performance : An Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX)*. 6(1), 1–13. <https://doi.org/10.4172/2375-4389.1000275>
- Jonathan, C., & Pradana, B. L. (2025). *Dampak Literasi Keuangan dan Bias Kognitif terhadap Keputusan Investasi : Sebuah Analisis (The Impact of Financial Literacy and Cognitive Biases on Investment Decision)*. 6(4), 917–933.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Limarus, V. H., & Pamungkas, A. S. (2023). *PENGARUH HERDING BEHAVIOR , LOSS AVERSION , DAN FINANCIAL LITERACY TERHADAP INVESTMENT DECISION*. 7(2), 389–401.
- Linda, K., Damayanti, P., & Wirakusuma, M. G. (2025). *Pengaruh Overconfidence dan Herding Bias pada Pembuatan Keputusan Investasi dengan Tingkat Pendidikan sebagai Variabel Moderasi*.
- Mardika, A. P., Susila Putra, I. P. D. S. gita, Rahmantari, N. L. L., Utari, N. K. M. T., & Yasmita, I. G. A. M. (2025). *ANALISA FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI GEN – Z DALAM*. 16(2), 345–353.
- Nosita, F., & Amrulloh, R. (2023). Investor Behaviour During COVID-19 Pandemic: Do They Herding? In W. A. Barnett & B. S. Sergi (Eds.), *Macroeconomic Risk and Growth in the Southeast Asian Countries: Insight from SEA* (Vol. 33B, p. 0). Emerald Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1571-03862023000033B008>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2025). *Siaran Pers RDKB Desember 2024: Pengembangan dan Penguatan Sektor Jasa Keuangan Provinsi Jawa Timur*.
- Raheja, S. (2025). *How do emotional intelligence and behavioral biases of investors determine their investment decisions ?* 14(1), 35–47. <https://doi.org/10.1108/RAMJ-12-2019-0027>
- Ramadhan, R., Fitriah, A., Setyadi, D., Mintarti, S., Paminto, A., & Yudaruddin, R. (2026). *BEHAVIORAL BIASES AND ISLAMIC ETHICAL VALUES : DETERMINANTS OF INVESTMENT DECISIONS AMONG TREASURY DEALERS IN ISLAMIC BANKS*. 16(2), 91–101. <https://doi.org/10.22495/rgcv16i2p8>
- Rasool, N., & Ullah, S. (2025). *Financial literacy and behavioural biases of individual investors : empirical evidence of Pakistan stock exchange*. 25(50), 261–278. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-03-2019-0031>
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). *What is Behavioral Finance ?* 1–9.
- Robin, & Angelina, V. (2020). *ANALYSIS OF THE IMPACT OF ANCHORING , HERDING BIAS , OVERCONFIDENCE AND ETHICAL CONSIDERATION TOWARDS INVESTMENT DECISION*. 6(2), 253–264.
- Savitri, C., Faddila, S. P., Iswari, H. R., Anam, C., Syah, S., Mulyani, S. R., Sihombing, P. R., Kismawadi, E. R., Pujiyanto, A., Mulyati, A., Astuti, Y., Adinugroho, W. C., Imanuddin, R., Nuraini, A., Taufik, U., & Rohana, H. (2021). *Statistik Multivariat Dalam Riset* (D. (c) I. Ahmaddien (ed.)). WIDINA BHAKTI PERSADA BANDUNG.
- Septi, N., Ainia, N., & Lutfi, L. (2019). *The influence of risk perception , risk tolerance , overconfidence , and loss aversion towards investment decision making*. 21(3), 401–413.
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99–118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Sugiyono, P. (2019). *Metode Penelitian Pendidikan (Kuantitatif, Kualitatif, Kombinasi, R&D dan Penelitian Pendidikan)*.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>

- Warmana, O. (2025). *The Impact of Behavioral Biases with Investment Interest as a Mediating The Impact of Behavioral Biases with Investment Interest as a Mediating Variable on Online Investment Decision making among Generation Z*. May.
- Wiyono, G. (2020). *Merancang penelitian bisnis dengan alat analisis spss 25 & smartpls 3.2.8* (2nd ed.). Yogyakarta : UPP STIM YKPN., 2020.