

## STUDI EMPIRIS PENGAMBILAN KEPUTUSAN HEURISTIK PASAR MODAL INDONESIA STUDI KASUS INVESTOR DI KOTA MALANG

**Audito Aji Anugrah<sup>1</sup>**  
*auditoajianugrah@gmail.com*  
**Daniel Sugama Stephanus<sup>2</sup>**  
**Putu Indrajaya Lembut<sup>3</sup>**

**Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
 Universitas Ma Chung  
 Malang**

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to investigate the effect of Anchoring, Overconfidence, Herding Bias, Hindsight Bias and Representativeness on heuristic decision making. The responden for this study are Investor Indonesia Stock Exchange which scope in Malang. The result shows that Anchoring, Overconfidence, Herding Bias, Hindsight Bias doesn't have impact on heuristic decision making Malang Investor. But Representativeness have significant effect on heuristic decision making Malang Investor. The results of this research test show that Malang Investor has several heuristic variables that do not influence decision making by investors in other factors. Other dimensional factors impact to be differences in the results of empirical evidence are in terms of Culture and Knowledge Sharing. In terms of Culture, each district has different individual behavior characteristics. Differences in these characteristics lead to a paradox towards the characteristics of behavior that depends in terms of context and culture. Knowledge Sharing as a factor also has a role in influencing individual characteristics in making decisions. Each individual has diversity and different levels for knowledge sharing dimensions depending on the individual's ability to interpret a knowledge obtained.*

**Keywords:** *Behavioural Finance, Heuristic Theory, Heuristic Decision Making, Indonesian Investor, Malang Investor*

### 1. PENDAHULUAN

Pengambilan keputusan secara umum meliputi berbagai dimensi yang kompleks dan membutuhkan pertimbangan. Pengambilan keputusan didasarkan oleh konsep atas kepuasan, bahwa utilitas merupakan sebuah tolak ukur jumlah dari kesenangan atau kepuasan relatif yang dicapai (Puspaningtyas, 2012). Teori keuangan tradisional menjelaskan bahwa pertimbangan dalam keputusan berinvestasi didasarkan atas pengambilan keputusan secara rasional dengan melihat adanya arus informasi yang didapatkan oleh investor dalam melihat peluang berinvestasi. Fama (1970) dalam konsep *Efficient Market Hypothesis (EMH)* menjelaskan bahwa investor dalam melakukan keputusan investasi menggunakan keputusan yang bersifat rasional. Investor menggunakan informasi akuntansi sebagai dasar pertimbangan pengalokasian dana yang dimiliki untuk berinvestasi dengan melihat semua informasi yang tersedia (*all available information*). Semua informasi yang tersedia terefleksikan (*fully reflect*) melalui harga saham. Sehingga, harga saham merupakan cerminan keseluruhan dari informasi yang didapatkan dan menjadi sebuah pertimbangan utama bagi para investor dalam menentukan sebuah keputusan untuk berinvestasi.

Namun pada praktiknya, konsep keuangan tradisional yang direfleksikan oleh Fama (1970) melalui *Efficient Market Hypothesis* tidak mencerminkan sepenuhnya keputusan investor bersifat rasional. Investor dalam melakukan pengambilan keputusan tidak hanya semata didasarkan oleh faktor keuangan saja. Tetapi, juga turut melibatkan salah satunya faktor psikologi (Virigineni dan Rao, 2017). Hal tersebut didukung dengan terdapatnya fenomena anomali pasar yang terjadi di pasar modal. Tversky dan Kahneman (1974) melalui *Behavioural Finance* menjelaskan mengenai bagaimana sebuah perasaan emosi individu dan bias kognitif memengaruhi investor selama melakukan pertimbangan dalam

pengambilan sebuah keputusan. Sehingga pada praktiknya, perilaku investor bersifat irasional dalam pengambilan keputusan berinvestasi.

Keputusan irasional investor secara mekanisme didasarkan pada adanya batasan informasi yang diperoleh tidak memadai secara deskriptif dan lengkap mengenai permasalahan dan solusi di samping terdapatnya keterbatasan waktu yang dimiliki serta biaya untuk memperoleh informasi secara lengkap. Adanya faktor ketidakmampuan dalam mengingat informasi dalam jumlah banyak dan keterbatasan inteligensi individu investor menyebabkan adanya keterbatasan rasionalitas yang di timbulkan dalam diri individu. Martin dan Erber (2005) menjelaskan bahwa keterbatasan rasionalitas (*Bounded Rationality*) pada individu akan menimbulkan sebuah distraksi yang bersifat menyederhanakan dengan kurangnya upaya kognitif yang akan membawa pada sebuah penilaian yang tidak akurat.

Adanya keterbatasan rasionalitas (*Bounded Rationality*) dalam melakukan pengambilan keputusan menyebabkan investor melakukan bentuk proses penyederhanaan berbagai alternatif dalam menghasilkan sebuah keputusan (Heuristik). Heuristik merupakan sebuah upaya kognitif yang membuat seseorang sangat ahli dalam mengaplikasikan sejumlah informasi dengan jalan pintas untuk membuat keputusan yang masuk akal dengan upaya kognitif yang minimal dalam segala aspek kehidupan (Lau dan Redlawask, 2001). Penggunaan heuristik dalam melakukan pengambilan keputusan memiliki kecenderungan menghasilkan penilaian yang bias (Kahneman, 2002). Sehingga, dari penilaian bias yang dihasilkan dalam penggunaan heuristik menyebabkan perilaku investor mengambil sebuah keputusan yang bersifat irasional.

Menurut Virgineni dan Rao (2017), terdapat beberapa jenis heuristik yang menyebabkan perilaku bias dalam melakukan pengambilan keputusan. Jenis heuristik tersebut antara lain yaitu *Anchoring*, *Overconfidence*, *Herding Bias*, *Hindsight Bias*, dan *Representativeness*. Kelima jenis tersebut termasuk dalam bias sistematis antara lain pengambilan keputusan dalam kondisi ketidakpastian melakukan sebuah penelusuran untuk mencapai sebuah penilaian dalam kondisi ketidakpastian menunjukkan adanya analisis yang positif dalam penggunaan heuristik dalam melakukan penilaian, estimasi dan prediksi terhadap informasi yang diterima (Kahneman dan Tversky, 1982).

Terdapat berbagai hasil penelitian dan pendapat dari para praktisi di bidang *behavioural finance* mengenai faktor-faktor heuristik dalam melakukan pengambilan keputusan. Chang, *et al.*, (2013) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pola grafik pergerakan harga dan pengembalian berikutnya digunakan sebagai dasar *Anchoring* dan diprediksi serta dipraktikkan oleh investor. Jaya (2014) melakukan penelitian mengenai dampak perilaku bias investor di dalam Pasar Modal India dan pengambilan keputusan seleksi saham menunjukkan bahwa investor memiliki kecenderungan *Overconfidence* dan efek disposisi berlaku di Pasar Modal India. Selain itu, *Herding Bias* juga dipengaruhi oleh segi umur dari para investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Husain, *et al.*, (2013) mengenai *Hindsight Bias* dan keputusan investasi membuat bukti empiris membentuk pasar keuangan yang sedang berkembang menunjukkan bahwa hasil dari penelitian yang dilakukan semua responden terindikasi *Hindsight Bias* dan lebih percaya diri dalam estimasi perkiraan dan kurang percaya diri dalam daya mengingat. Bousasaidi (2013) melakukan penelitian mengenai *Representativeness* heuristik, sentimen investor dan reaksi berlebihan mengenai laba akuntansi yang dilakukan pada studi empiris di Pasar Modal Tunisia menunjukkan bahwa *Representativeness* menggerakkan reaksi lebih dengan melihat data historis dan laba akuntansi.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai hubungan antara faktor-faktor heuristik (*Anchoring*, *Overconfidence*, *Herding Bias*, *Hindsight Bias* dan *Representativeness*) dengan pengambilan keputusan investor. Faktor-faktor heuristik yang memiliki peran andil dalam menentukan pengambilan keputusan menyebabkan perilaku investor disaat waktu tertentu memiliki perilaku irasional dan menyebabkan adanya fenomena anomali pasar modal. Adanya fenomena anomali pasar modal yang mencerminkan perilaku investor bersifat irasional menjadi acuan dalam melakukan penelitian mengenai perilaku investor. Fenomena anomali pasar pun juga banyak terjadi di Pasar Modal Indonesia seiring berkembangnya berbagai penelitian anomali pasar. Sehingga, adanya berbagai penelitian didukung oleh berbagai bukti empiris penelitian *Behavioural Finance* mengenai faktor-faktor heuristik pada perilaku investor dalam pengambilan keputusan maka pada penelitian ini mencoba untuk

melihat secara empiris pengaruh faktor-faktor heuristik (*Anchoring*, *Overconfidence*, *Herding Bias*, *Hindsight Bias* dan *Representativeness*) terhadap pengambilan keputusan investor pasar modal Indonesia studi kasus pada investor di Kota Malang.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Individu rasional merupakan individual yang konsisten dengan pilihan (Virginenni dan Rao, 2017). Individu rasional selalu mempertahankan konsistensi mengenai keputusan investasi yang diambil. Namun, pada hakikatnya manusia memiliki dasar naluri psikologi yang memengaruhi pola pikir yang menimbulkan adanya ketidakkonsistenan dalam perilaku. Seperti halnya pada fenomena anomali dalam pasar modal merupakan fenomena yang muncul akibat dari peranan faktor psikologis para investor dalam melihat sebuah kesempatan dalam berinvestasi. Pada dasarnya, investor dalam melakukan keputusan investasi tidak didasarkan hanya berdasarkan pada prospek investasi yang dilihat dan tingkat pengembalian atas risiko yang didapatkan. tetapi, adanya sisi faktor psikologi pada individu investor juga menentukan keputusan investor dalam melakukan sebuah investasi. Hirschey (2008) mendefinisikan mengenai *Behavioural Finance* yaitu mempelajari bagaimana manusia secara aktual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan. *Behavioural Finance* bertujuan menginvestigasi karakteristik emosional investor untuk menjalankan faktor subyektif dan anomali dalam pasar modal (Jureviciene dan Ivanova, 2013). Waweru, *et al.*, (2008) menyatakan terdapat dua ilusi yang disebabkan oleh kesalahan dalam pengambilan keputusan. Ilusi yang pertama ini dijelaskan dalam teori heuristik atau teori yang didasari oleh bias kognitif. Heuristik mengacu pada aturan praktis yang digunakan manusia untuk membuat keputusan di lingkungan yang kompleks dan tidak pasti karena pengambilan keputusan heuristik mengacu pada aturan praktis yang digunakan manusia untuk membuat keputusan di lingkungan yang kompleks dan tidak pasti karena pengambilan keputusan. Masomi dan Ghayekhloo (2011) bahwa metode heuristik adalah aturan praktis yang menunjukkan tingkatan mental yang mengarah pada rasa nyaman yang lebih dalam proses pengambilan keputusan. Oleh karena itu, pendekatan teori heuristik dalam *Behavioural Finance* digunakan untuk menilai perilaku investor dalam melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

### 2.1. Anchoring

*Anchoring* merupakan salah satu bias yang timbul dari dalam diri manusia yang memiliki kecenderungan untuk meyakini dan menggunakan sebuah informasi saja. Berbagai penelitian mengenai *Anchoring* menunjukkan hasil positif dalam memengaruhi pengambilan keputusan investor yang menimbulkan keputusan investor tersebut bersifat irasional. Lord, *et al.*, (1979) pada penelitiannya menunjukkan bahwa individu bersifat tidak realistis untuk mengubah penilaiannya meskipun ketika data baru sangat mudah untuk diakses. Paradigma *Anchoring* tersebut semakin kuat ketika Fagerström (2008) memberikan bukti empiris pada penelitiannya ketika menguji S&P 500 dengan hasil bahwa S&P 500 dibesar-besarkan melalui isu *Anchoring*. Sehingga, *Anchoring* memiliki pengaruh positif dalam peranan pengambilan keputusan khususnya pada individual investor Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis berikut.

**H1.** *Anchoring berpengaruh positif pada Pengambilan Keputusan Heuristik*

### 2.2. Overconfidence

Kepercayaan diri yang berlebih (*Overconfidence*) merupakan salah satu bentuk bias yang terdapat dalam setiap individu. Kepercayaan diri yang berlebih menyebabkan individu melebihkan-lebihkan sesuatu hal yang sebenarnya di luar kemampuan kapasitas yang dimilikinya. Langer (1975) mengemukakan bahwa *illusion control* kecenderungan bagi individu untuk melebih-lebihkan kapasitas yang dimilikinya untuk mengendalikan sebuah peristiwa yang terjadi tidak memiliki dampak terhadap individu tersebut (*Overconfidence*). Hal tersebut dibuktikan secara empiris melalui Nevin (2004) yang menunjukkan bahwa *Overconfidence* menunjukkan bahwa para investor melebihkan kapasitas mereka untuk meramalkan peristiwa pasar, dan sebagai hasilnya mereka secara teratur pergi tanpa mengambil hasil yang sama. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

**H2. *Overconfidence berpengaruh positif pada Pengambilan Keputusan Heuristik***

**2.3. *Herding Bias***

*Herding Bias* merupakan bias yang ditimbulkan oleh pengaruh faktor lingkungan sekitar yang memengaruhi individu dalam melakukan pengambilan keputusan. Kecenderungan investor dalam mengambil keputusan melihat lingkungan sekitar menjadikan investor dalam melakukan pengambilan keputusan bersifat irasional. Scharfstein dan Stein (1990) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa investor terkena *Herding Bias* dengan alasan bahwa investor tersebut peduli tentang apa yang ada lingkungan lain pikirkan terhadap pilihan investasi. Lu (2010) menyatakan dari hasil penelitiannya bahwa tidak memiliki edukasi yang cukup dan kurangnya mengenai pengalaman pada individu investor kecenderungan terkena dampak *Herding Bias*. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

**H3. *Herding Bias berpengaruh positif pada Pengambilan Keputusan Heuristik***

**2.4. *Hindsight Bias***

Kecenderungan individu dalam menaksir ekspektasi lebih tinggi dari sesuatu yang telah diramalkan sebelumnya menyebabkan individu dalam melakukan pengambilan keputusan bersifat irasional. Dalam *Hindsight Bias* memiliki peranan dalam memengaruhi individu dalam melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Shiller (2000) menyatakan bahwa *Hindsight Bias* memiliki kecenderungan untuk menduga bahwa seseorang akan mengetahui bahwa peristiwa yang nyata akan datang lebih cepat dari mereka pikirkan. Bukti empiris *Hindsight Bias* memengaruhi positif investor juga terdapat pada penelitian Husain, *et al.*, (2013) memiliki kesimpulan dari responden yang diteliti yaitu semua responden mengalami *Hindisght Bias* dan lebih percaya diri dengan estimasi mereka dan kurang percaya diri dalam ingatan masa lalu mereka. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

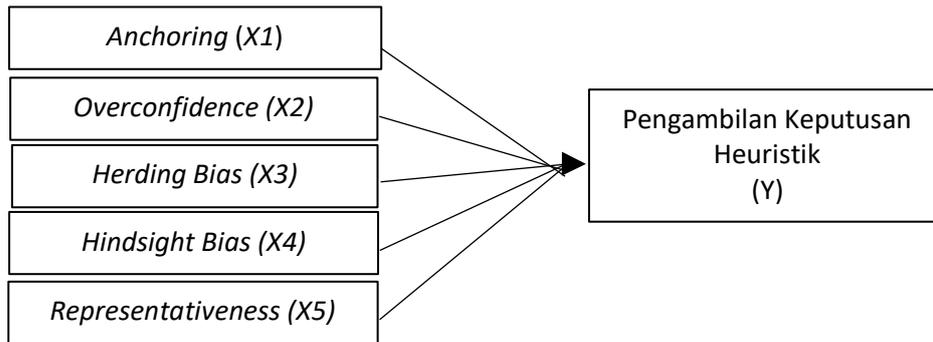
**H4. *Hindsight Bias berpengaruh positif pada Pengambilan Keputusan Heuristik***

**2.5 *Representativeness***

Investor yang percaya bahwa tren saham tertentu akan bertahan, akan sangat menggantungkan tren tersebut selama proses pengambilan keputusan. Bias *Representativeness* menyebabkan investor akan lebih percaya dengan persepsi maupun *stereotype* yang berkembang di lingkungan sekitar. Sehingga dalam pengambilan keputusan investasi, investor memiliki kecenderungan untuk mengambil keputusan berbasis *stereotype* tersebut yang menyebabkan keputusan tersebut bersifat irasional. Chan, *et al.*, (2004) menyatakan bahwa bias *Representativeness* dievaluasi berdasarkan pemanfaatan koneksi antara pembelian saham dan kinerja saham di masa lalu. Bukti Empiris tersebut dikemukakan oleh Wen dan Jianfeng (2011) pada penelitiannya yang hasil kesimpulannya menunjukkan bahwa investor asli mengekstrapolasikan pengembalian laba masa lalu dan kemudian, tingkat pertumbuhan masa lalu memiliki konsekuensi kuat dalam mengeksplorasi masa depan dalam penilaian aset. Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

**H5. *Representativeness berpengaruh positif pada Pengambilan Keputusan Heuristik***

Adapun rerangka penelitian yang menggambarkan adanya hubungan antara variabel *Anchoring*, *Overconfidence*, *Herding Bias*, *Hindsight Bias*, dan *Representativeness* terhadap pengambilan keputusan heuristik ditunjukkan pada Gambar 1



**Gambar 1**  
**Model Penelitian**

**3. METODE PENELITIAN**

**3.1. Sampel**

Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah seluruh investor yang berinvestasi di Pasar Modal Indonesia melalui perusahaan sekuritas yang terdaftar resmi melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Teknik pengambilan sampel menggunakan kriteria sampling yaitu Investor aktif dan terdaftar pada perusahaan sekuritas resmi yang membuka kantor perwakilan cabang di Kota Malang. Investor telah melakukan kegiatan transaksi minimal 1 bulan, dan Investor melakukan investasi tanpa bantuan dari broker/analis

**3.2. Teknik Pengumpulan Data**

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *survey* dengan menyebarkan kuesioner. Pengumpulan data dengan menggunakan metode *survey* dilakukan kepada investor aktif di Kota Malang yang terdaftar pada perusahaan sekuritas yang membuka kantor cabang di Kota Malang melalui kuesioner fisik dan *Google Form*.

**3.3. Definisi Operasional Variabel**

Definisi operasional dan pengukuran variabel-variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Pengambilan Keputusan Heuristik

Pengambilan keputusan heuristik investor dalam berinvestasi merupakan keputusan yang didasarkan pada beberapa aspek pertimbangan yang diuji. Indikator pertimbangan dan tujuan investasi antara lain investor memiliki pengetahuan tentang saham dan investasi, penganggaran uang dengan baik, fluktuasi harga saham, cara beinvestasi, pengetahuan tentang mengelola keuangan dan tujuan hidup. Dalam variabel dependen penelitian ini Pengambilan Keputusan Heuristik di proyeksikan dengan pertanyaan mengenai pertimbangan dan tujuan keputusan investasi yang dilakukan oleh investor. Variabel Pengambilan Keputusan Heuristik diukur menggunakan 6 item pernyataan atas berbagai pertanyaan berkaitan dengan keputusan dalam berinvestasi yang diadopsi dari penelitian Khan (2015). Kuesioner menggunakan skala Likert 5 poin yaitu 1 mewakili “sangat tidak setuju” dan 5 untuk “sangat setuju”.

2. *Anchoring*

*Anchoring* merupakan bias yang menjadi salah satu faktor dalam memengaruhi pengambilan keputusan investor. Indikator investor terindikasi *Anchoring* yaitu jika investor memiliki kecenderungan meyakini sebuah informasi yang didapatkan, terfokus pada satu jenis investasi saham dan mengabaikan peluang melakukan investasi saham berbeda, tidak terpengaruh pendapat broker/analis yang bertentangan, mempertahankan saham yang diinvestasikan pada saat mengalami kerugian dan mengalami penurunan kinerja. Pada variabel independen *Anchoring* diproyeksikan dengan pertanyaan

mengenai aspek indikasi *Anchoring* dan diukur menggunakan 5 item pertanyaan yang diadopsi dari penelitian Murithii (2016) dan Luong dan Ha (2011). Kuesioner menggunakan skala Likert 5 poin yaitu 1 mewakili “sangat tidak setuju” dan 5 untuk “sangat setuju”.

### 3. *Overconfidence*

Shefrin (2000) menyatakan bahwa terlalu percaya diri (*Overconfidence*) berhubungan dengan seberapa baik individu memahami kapasitas khusus mereka sendiri dan titik penguasaan pengetahuan mereka. Indikator investor terindikasi *Overconfidence* yaitu jika investor merasa percaya diri bahwa pengetahuan pasar modal dapat membantu menguasai pasar, merasa lebih yakin dalam membuat keputusan investasi berdasarkan informasi tentang dasar perusahaan, mengandalkan perasaan dibandingkan broker/analisis, merasa puas dalam melakukan pengambilan keputusan dengan berpikir keras dalam menganalisa saham, dan bereaksi secara berlebihan ketika melihat perubahan harga saham yang begitu cepat tanpa menganalisa terlebih dahulu. Pada variabel independen *Overconfidence* diproyeksikan dengan pertanyaan mengenai aspek indikasi *Overconfidence* dan diukur menggunakan 5 item pertanyaan yang diadopsi dari penelitian Athur (2014) dan Luong dan Ha (2011). Kuesioner menggunakan skala Likert 5 poin yaitu 1 mewakili “sangat tidak setuju” dan 5 untuk “sangat setuju”.

### 4. *Herding Bias*

*Herding Bias* dalam melakukan pengambilan keputusan memiliki kecenderungan untuk menolak informasi personal individu dan mengikuti individu lainnya untuk menyamakan persepsi dan tujuan pengambilan keputusan (Nofsinger dan Sias, 1999). Indikator Investor terindikasi *Herding Bias* yaitu jika investor mempertimbangkan informasi dari investor lain sebagai bahan referensi, pengambilan keputusan menjual saham, pemilihan tipe saham, volume saham dipengaruhi oleh investor lain, dan investor mengikuti reaksi cepat investor lain di pasar modal. Pada variabel independen *Herding Bias* diproyeksikan dengan pertanyaan mengenai aspek indikasi *Herding Bias* dan diukur menggunakan 5 item pertanyaan yang diadopsi dari penelitian Athur (2014) dan Luong dan Ha (2011). Kuesioner menggunakan skala Likert 5 poin yaitu 1 mewakili “sangat tidak setuju” dan 5 untuk “sangat setuju”.

### 5. *Hindsight Bias*

*Hindsight Bias* merupakan bias yang timbul atas kemampuan untuk membandingkan informasi terbaru dengan ekspektasi sebelumnya yang mana menyebabkan individu merasa bingung atas prioritas ekspektasi dengan informasi yang tersedia. Indikator Investor terindikasi *Hindsight Bias* yaitu jika investor melakukan prediksi terhadap perubahan harga saham dimasa mendatang, menghindari saham yang berkinerja buruk di masa lalu, memiliki ekspektasi perkiraan return yang dihasilkan ketika melakukan investasi, mengalami kebingungan dalam menetapkan prioritas ekspektasi sebelumnya dengan informasi didapatkan, dan melakukan taksiran lebih tinggi ketika mendapatkan informasi terbaru mengenai saham. Pada variabel independen *Hindsight Bias* diproyeksikan dengan pertanyaan mengenai aspek indikasi *Hindsight Bias* dan diukur menggunakan 5 item pertanyaan yang diadopsi dari penelitian Luong dan Ha (2011) dan mereplikasi kuesioner dari perspektif penelitian hindsight bias yang dilakukan oleh Fischhoff dan Beyth (1975) dan Christensen-Szalanski dan Willham's (1991). Kuesioner menggunakan skala Likert 5 poin yaitu 1 mewakili “sangat tidak setuju” dan 5 untuk “sangat setuju”.

### 6. *Representativeness*

*Representativeness* merupakan bias yang timbul dari adanya individu yang mengandalkan sebuah *stereotype* dan memiliki kecenderungan menghasilkan penilaian yang bias (Shefrin, 2000). Indikator Investor terindikasi *Representativeness* yaitu jika investor menggunakan analisis tren dari beberapa saham yang mewakili dalam membuat keputusan investasi, melakukan pengambilan keputusan

mempertimbangkan pengalaman/kejadian masa lalu, menganggap bahwa fenomena harga saham yang mengalami penurunan akan segera meningkat lagi untuk beberapa bulan kemudian, menganggap bahwa harga saham tinggi senantiasa mencerminkan usaha yang baik, dan menganggap bahwa investor yang berpengalaman dalam transaksi saham dijamin akan memperoleh return yang tinggi . Pada variabel independen *Representativeness* diproyeksikan dengan pertanyaan mengenai aspek indikasi *Representativeness* dan diukur menggunakan 5 item pertanyaan yang diadopsi dari penelitian Athur (2014) dan Luong dan Ha (2011). Kuesioner menggunakan skala Likert 5 poin yaitu 1 mewakili “sangat tidak setuju” dan 5 untuk “sangat setuju”.

**3.4 Teknik Analisis Data**

Teknik analisis data menggunakan Regresi Linear Berganda. Tujuan dari analisis ini adalah untuk menguji langsung apakah variabel heuristik (*Anchoring, Overconfidence, Herding Bias, Hindsight Bias* dan *Representativeness*) memiliki pengaruh terhadap pengambilan keputusan heuristik. Model penelitian ditunjukkan dalam persamaan regresi sebagai berikut.

$$Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \beta_5X_5 + e \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

$\alpha$  : Konstanta

Y : Pengambilan Keputusan Heuristik

X1 : *Anchoring*

X2: *Overconfidence*

X3: *Hindsight Bias*

X4: *Herding Bias*

X5: *Representativeness*

e: *Error Term*, yaitu tingkat kesalahan dalam menduga

**4. HASIL DAN PEMBAHASAN**

**4.1. Uji Pilot**

Sebelum melakukan penyebaran kuesioner penelitian ke para responden, peneliti terlebih dahulu melakukan Uji Pilot. Uji Pilot dilakukan peneliti dengan menyebarkan kuesioner dalam bentuk *Google Form* terhadap Mahasiswa Jurusan Akuntansi Universitas Ma Chung yang memiliki akun investasi Pasar Modal dan telah menempuh mata kuliah Teori Portofolio Analisis Investasi dan Praktikum Pasar Modal dan Pasar Berjangka. Dari hasil Uji Pilot tersebut, sebanyak 35 Mahasiswa mengisi kuesioner melalui *Google Form*. Dari hasil tersebut, peneliti melakukan uji lebih lanjut dengan melakukan Uji Validitas dan Realibilitas terhadap kuesioner yang telah di isi oleh 35 Mahasiswa Jurusan Akuntansi Universitas Ma Chung.

**Tabel 1**  
**Hasil Uji Validitas dan Realibilitas Uji Pilot**

Variabel	Korelasi Item-Total Variabel	Croncbach Alpha
<i>Anchoring</i>	0,270-0,587	0,418
<i>Overconfidence</i>	0,365-0,701	0,571
<i>Herding Bias</i>	0,505-0,695	0,547
<i>Hindsight Bias</i>	0,415-0,711	0,683
<i>Representativeness</i>	0,428-0,646	0,417
<i>Pengambilan Keputusan Heuristik</i>	0,339-0,708	0,477

Data yang telah terkumpul setelah melakukan Uji Pilot terhadap Mahasiswa Jurusan Akuntansi Universitas Ma Chung selanjutnya di Uji Validitas dan Realibilitas. Dari pengujian yang dilakukan, terdapat 1 item pertanyaan yang tidak valid dari total 31 pertanyaan. Berdasarkan Tabel 1, menunjukkan bahwa hasil pengujian Validitas dan Realibilitas Uji Pilot yang digunakan oleh peneliti adalah valid dan reliabel. Hasil Uji Validitas menunjukkan nilai korelasi item-variabel lebih besar 0,334 dan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05. Hasil Uji Realibilitas menunjukkan nilai *cronbach alpha* lebih besar dari 0,334.

## 4.2 Data Penelitian

**Tabel 2**  
**Rincian Jumlah Sampel dan Tingkat Pengembalian Kuisisioner Fisik**

Aktivitas	Jumlah
Jumlah Kuisisioner Fisik yang di sebar	130
Kuisisioner yang tidak kembali	52
Kuisisioner yang dikembalikan	78
Kuisisioner yang tidak lengkap	20
Jumlah Kuisisioner yang dapat diolah	58
Tingkat Pengembalian $(58/130) \times 100\%$	44,6%

**Tabel 3**  
**Rincian Jumlah Sampel dan Tingkat Pengembalian Kuisisioner *Google Form***

Aktivitas	Jumlah
Jumlah Kuisisioner <i>Google Form</i> yang terisi	44
Kuisisioner yang tidak lengkap	1
Jumlah Kuisisioner yang dapat diolah	43
Tingkat Pengisian $(43/44) \times 100\%$	97,7%

Penelitian ini menggunakan metode *survey*, yaitu setiap perusahaan sekuritas didatangi secara langsung dan diberikan kuisisioner untuk di salurkan kepada para nasabah investor yang berkunjung ke perusahaan sekuritas tersebut. Selain itu, peneliti juga menyebarkan melalui *Google Form* yang disebarkan luaskan melalui komunitas grup investor di media sosial. Kuisisioner fisik yang disebarkan ke beberapa sekuritas sebanyak 130 lembar dan kuisisioner fisik yang kembali sebesar 78 lembar, berarti tingkat pengembalian responden (*respon rate*) sebesar 56,9 %. dari 78 kuisisioner yang kembali, sebanyak 20 kuisisioner tidak diisi oleh responden secara lengkap sehingga jumlah kuisisioner yang dapat diolah secara lanjut dalam penelitian ini sebanyak 58 kuisisioner. Adapun rincian jumlah sampel dan tingkat pengembaliannya disajikan pada Tabel 2.

Kuisisioner melalui *Google Form* yang telah disebarkan ke beberapa komunitas grup investor di media sosial tersebut terisi sebanyak 44 kuisisioner. Dari 44 kuisisioner yang telah terisi, terdapat 1 kuisisioner yang tidak diisi secara lengkap sehingga jumlah kuisisioner yang dapat diolah lebih lanjut melalui *Google Form* sebesar 43 kuisisioner. Adapun rincian jumlah sampel dan tingkat pengisian disajikan pada Tabel 3. Total akumulasi jumlah kuisisioner fisik dan kuisisioner melalui *Google Form* yang dapat diolah sebanyak 101 kuisisioner. Dari jumlah akumulasi tersebut, yang memenuhi kriteria sampling dan dapat diuji lebih lanjut sebanyak 58 kuisisioner.

Adapun profil responden dalam peneliti ini dikelompokkan berdasarkan jenis kelamin, umur, jenjang pendidikan (terakhir atau sedang menempuh), pendapatan per bulan, lama berinvestasi di pasar modal, domisili, perusahaan sekuritas responden, pernah mendapatkan pelatihan pasar modal, dan total uang yang diinvestasikan. Karakteristik investor berdasarkan jenis kelamin menunjukkan 67%

responden laki-laki dan 33% responden perempuan. Dari umur responden menunjukkan 64% responden berada pada usia 18-25 tahun, 14% responden berada pada usia 26-35 tahun dan 36-45 tahun, 7% responden berada pada usia 46-55 tahun, dan 2% berada pada usia >55 tahun. Dari segi jenjang pendidikan menunjukkan sebanyak 76% responden yaitu Diploma IV/S-1, 12 % responden yaitu SMA, 9% responden yaitu Diploma I/II/II dan 3% responden yaitu S-2.

Berdasarkan pendapatan perbulan dari investor menunjukkan sebesar 52% responden memiliki pendapatan sebesar > Rp1 Juta – Rp5 Juta, 26% memiliki pendapatan sebesar < Rp1 Juta, 17% memiliki pendapatan sebesar > Rp5 Juta – Rp10 Juta, 3% memiliki pendapatan sebesar > Rp10 juta – Rp20 juta, dan 2% memiliki pendapatan sebesar > Rp20 juta – Rp30 juta. Berdasarkan lama berinvestasi responden investor di Pasar Modal Indonesia menunjukkan sebanyak 43% responden berinvestasi >1-5 tahun, 24% responden berinvestasi selama 1-5 bulan, 19 % responden berinvestasi selama 6-12 bulan, 14% responden berinvestasi selama >5-10 tahun. Berdasarkan perusahaan sekuritas menunjukkan responden sebanyak 26% berinvestasi melalui Danareksa Sekuritas dan Indo Premier Sekuritas, 10% melalui Reksadana Sekuritas dan sisanya berinvestasi melalui perusahaan sekuritas lainnya.

Dilihat dari responden yang pernah mendapatkan pelatihan mengenai pasar modal menunjukkan angka sebesar 83% responden dan sisanya 17% responden belum pernah mendapatkan pelatihan pasar modal. Sedangkan pada total investasi di Pasar Modal Indonesia sangat bervariasi yaitu menunjukkan sebesar 34% responden berinvestasi sebesar < Rp1 Juta dan > Rp1 Juta - Rp5 Juta, 12 % responden berinvestasi sebesar > Rp30 Juta, 10% responden berinvestasi sebesar > Rp5 Juta – Rp10 Juta, 5% responden berinvestasi sebesar > Rp20 Juta - Rp30 Juta dan 3% responden berinvestasi sebesar > Rp10 Juta – Rp20 Juta.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Validitas dan Realibilitas Data Penelitian**

Variabel	Korelasi Item-Total Variabel	Cronbach Alpha
<i>Anchoring</i>	0,541-0,705	0,577
<i>Overconfidence</i>	0,472-0,609	0,432
<i>Herding Bias</i>	0,732-0,876	0,855
<i>Hindsight Bias</i>	0,454-0,688	0,434
<i>Representativeness</i>	0,586-0,711	0,671
<i>Pengambilan Keputusan Heuristik</i>	0,275-0,758	0,578

Data yang telah terkumpul setelah melakukan penyebaran kuesioner penelitian terhadap responden Investor Kota Malang selanjutnya di Uji Validitas dan Realibilitas. Data yang diuji adalah data yang termasuk dalam kriteria *sampling* penelitian yaitu sebanyak 58 Data. Dari pengujian yang dilakukan, tidak terdapat pertanyaan yang tidak valid dan reliabel dari total item kuesioner. Berdasarkan Tabel 4, menunjukkan bahwa bahwa hasil pengujian Validitas dan Realibilitas instrumen penelitian ke para responden Investor Kota Malang yang digunakan oleh peneliti adalah valid dan reliabel. Hasil Uji Validitas yang ditunjukkan dengan nilai korelasi item-variabel lebih besar 0,259 dan tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05. Hasil Uji Realibilitas menunjukkan nilai *cronbach alpha* lebih besar dari 0,259.

### 4.3. Uji Asumsi Klasik

Setelah dilakukan Uji Validitas dan Realibilitas pada kuesioner maka selanjutnya data penelitian di Uji Asumsi Klasik. Uji Asumsi Klasik yang digunakan pada penelitian ini adalah Uji Normalitas, Uji Multikolinearitas, dan Uji Heteroskedastisitas.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Normalitas**

<i>Kolmogorov-Smirnov Test</i>	<i>Unstandardized Residual</i>
<i>Test Statistic</i>	0,102
<i>Asymp. Sig (2-tailed)</i>	0,200

Hasil Uji Normalitas pada penelitian ini menggunakan Kolmogorov Smirnov. Berdasarkan Tabel 5, menunjukkan bahwa hasil Uji Normalitas model penelitian pada *Unstandardized Residual* nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* diatas 0,05 yang berarti bahwa data terdistribusi secara normal. Setelah data terdistribusi normal dapat dilanjutkan uji ke tahap selanjutnya yaitu Uji Multikolinearitas.

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

<b>Variabel</b>	<b>Tolerance</b>	<b>VIF</b>
<i>Anchoring</i>	0,735	1,361
<i>Overconfidence</i>	0,697	1,434
<i>Herding Bias</i>	0,576	1,737
<i>Hindsight Bias</i>	0,669	1,495
<i>Representativeness</i>	0,783	1,278

Setelah dilakukan Uji Normalitas dan menunjukkan data penelitian terdistribusi normal maka dilakukan Uji Multikolinearitas pada data penelitian. Berdasarkan Tabel 6, menunjukkan bahwa hasil Uji Multikolinearitas setiap variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih (>) dari 0,10 dan VIF (*Variance Inflation Factor*) lebih (>) angka 1. Dapat disimpulkan bahwa setiap variabel penelitian tidak terindikasi adanya multikolinearitas. Setelah tidak terjadi multikolinearitas pada data penelitian, data dapat diuji ke tahap selanjutnya yaitu Uji Heteroskedastisitas.

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

<b>Variabel</b>	<b>Sig.</b>
<i>Anchoring</i>	0,054
<i>Overconfidence</i>	0,881
<i>Herding Bias</i>	0,531
<i>Hindsight Bias</i>	0,388
<i>Representativeness</i>	0,064

Setelah dilakukan Uji Multikolinearitas dan data terbebas dari multikolinearitas maka dilakukan Uji Heteroskedastisitas pada data penelitian. Berdasarkan Tabel 7, menunjukkan bahwa hasil Uji Heteroskedastisitas melalui Uji Glejser setiap variabel memiliki nilai signifikansi diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen tidak terindikasi heteroskedastisitas.

**4.4 Hasil Pengujian Model dan Hipotesis**

**Tabel 8**  
**Hasil Pengujian Model Regresi Linear Berganda**

Variabel	B	T	Sig	Hipotesis	Prediksi Arah	Kesimpulan
<i>Anchoring</i>	-0,117	-0,847	0,401	H1	Negatif	Ditolak
<i>Overconfidence</i>	0,187	1,322	0,192	H2	Positif	Ditolak
<i>Herding Bias</i>	0,137	1,379	0,174	H3	Positif	Ditolak
<i>Hindsight Bias</i>	0,150	1,203	0,311	H4	Positif	Ditolak
<i>Representativeness</i>	0,527	4,478	0,000	H5	Positif	Diterima

Pengujian model pada penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis penelitian secara keseluruhan. Berdasarkan hasil uji statistik pada Tabel 8. Menunjukkan variabel independen *Anchoring* tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu pengambilan keputusan heuristik. Sehingga, hipotesis pertama pada penelitian ini ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa *Anchoring* sebagai salah satu jenis variabel heuristik yang mengindikasikan adanya bias pada investor yang hanya menyakini pada satu buah informasi dalam melakukan pengambilan keputusan investasi tidak terjadi pada perilaku investor di Kota Malang. Faktor-faktor yang kemungkinan dapat memengaruhi salah satu variabel tersebut tidak terindikasi oleh para Investor Kota Malang yaitu adanya faktor pendidikan atau pelatihan mengenai pasar modal yang cukup masif di Kota Malang. Investor Kota Malang dalam melakukan pengambilan keputusan investasi didasarkan pada teknik pengetahuan mengenai pasar modal yang telah diberikan, sehingga dalam melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi mulai tidak bergantung dengan hanya perasaan emosional dari para individu. Namun, juga mulai menggunakan analisa penilaian matematis yang lebih rasional melalui pendidikan mengenai Pasar Modal Indonesia di Kota Malang. Dengan demikian, hipotesis pada hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Rehan dan Umer (2017) yang menyatakan pada penelitiannya bahwa *Anchoring* berpengaruh secara positif terhadap pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

Pada variabel independen *Overconfidence* menunjukkan hasil tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu pengambilan keputusan heuristik. Sehingga, hipotesis kedua pada penelitian ini ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa Investor Kota Malang dalam melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi tidak dipengaruhi oleh rasa percaya diri secara berlebihan dalam melakukan transaksi dan analisis mengenai saham. Hal ini kemungkinan bahwa Investor Kota Malang masih merasa bahwa saham adalah transaksi yang sangat berisiko. Semakin tinggi kepercayaan investor terhadap persepsi investor terhadap risiko dan semakin tinggi sikap investor terhadap risiko (*risk attitude*) atau investor semakin mencari risiko (Chou, *et al.*, 2010). Sehingga dapat dikatakan bahwa tingkat *Overconfidence* pada Investor Kota Malang masih rendah. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Qasim, *et al.*, (2018), Rehan dan Umer (2017) Bakar dan Yi (2016) dan Luong dan Ha (2011) yang menyatakan bahwa *Overconfidence* memiliki pengaruh terhadap keputusan investor.

Pada variabel independen *Herding Bias* menunjukkan hasil tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu pengambilan keputusan heuristik. Sehingga, hipotesis ketiga pada penelitian ini ditolak. *Herding Bias* sebagai salah satu variabel heuristik yang menyebabkan individu investor bersifat irasional dikarenakan kecenderungan perilaku investor mengikuti menyalin dan mengikuti aksi dari grup lingkungan sekitar serta ketiadaan pilihan yang berbeda dalam pilihan dalam melakukan pengambilan keputusan tidak terjadi pada investor kota malang Dalam hasil penelitian ini, *Herding Bias* tidak terjadi pada Investor Kota Malang dikarenakan adanya faktor kemudahan dalam mengakses informasi mengenai pasar modal. Arus informasi yang begitu mudah diakses dan didapatkan oleh para

investor menyebabkan individu investor dapat berbagai pilihan yang ada di dalam informasi yang didapatkan dalam melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Sehingga adanya berbagai pilihan tersebut, menyebabkan investor dapat melakukan pengambilan keputusan berinvestasi berdasarkan pertimbangan individu dan tidak mengikuti aksi kelompok. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Qasim, *et al.*, (2018), Manuel dan Mathew (2017) yang menyatakan bahwa *Herding Bias* memiliki pengaruh terhadap keputusan investor.

Pada variabel independen *Hindsight Bias* menunjukkan bahwa tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu pengambilan keputusan heuristik. Sehingga, hipotesis keempat pada penelitian ini ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa *Hindsight Bias* yang merupakan salah satu bias perilaku pada individu investor dikarenakan atas sebuah perasaan bingung dalam menetapkan prioritas ekspektasi atas informasi baru yang didapatkan tidak terjadi pada investor di Kota Malang. Salah satu faktor individu Investor Kota Malang tidak mengalami *Hindsight Bias* antara lain yaitu kemungkinan adanya Investor Kota Malang telah memiliki pengetahuan mengenai pasar modal yang cukup. Sehingga dalam melakukan pengambilan keputusan dalam berinvestasi, Investor Kota Malang tidak mudah percaya dan dugaan mengenai persepsi-persepsi peristiwa-peristiwa yang telah diduga dan berdampak dengan pasar modal. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Manuel dan Mathew (2017) dan Athur (2014) yang menyatakan bahwa *Hindsight Bias* memiliki pengaruh terhadap keputusan investor.

Pada variabel independen *Representativeness* memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu pengambilan keputusan heuristik. Sehingga, hipotesis kelima pada penelitian ini diterima. *Representativeness* merupakan bias perilaku pada investor yang menyebabkan individu dalam melakukan pengambilan keputusan masih mengandalkan persepsi “keterwakilan” (*stereotype*). Dalam hal ini, Investor Kota Malang dalam melakukan pengambilan keputusan berinvestasi masih mengandalkan *stereotype* yang berkembang. Adanya berbagai pilihan yang ditawarkan dan juga masih tingginya persepsi *stereotype* mengenai kategori dan jenis saham yang dicerminkan melalui kinerja saham dan pengaruh dari persepsi lingkungan menyebabkan Investor Kota Malang mengalami bias *Representativeness*. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung penelitian Manuel dan Mathew (2017), Rehan dan Umer (2017) Athur (2014) yang menyatakan bahwa *Representativeness* memiliki pengaruh terhadap keputusan investor.

## 5. PENUTUP

Berdasarkan uji t statistik, Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapatnya hubungan positif antara variabel independen *Anchoring*, *Overconfidence*, *Herding Bias* dan *Hindsight Bias* terhadap pengambilan keputusan heuristik investor di Kota Malang sehingga tidak mengonfirmasi penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa *Anchoring*, *Overconfidence*, *Herding Bias* dan *Hindsight Bias* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan investor. Namun, hubungan pengaruh positif ditunjukkan pada variabel independen *Representativeness* terhadap pengambilan keputusan heuristik investor di Kota Malang yang mengonfirmasi hasil penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa *Representativeness* memiliki pengaruh positif terhadap keputusan investor. *Behavioural Finance* mencoba menjelaskan dan meningkatkan pemahaman tentang pola-pola dari alasan investor termasuk aspek emosional dan derajat dari aspek tersebut dalam memengaruhi proses pengambilan keputusan (Ricciardi dan Simon, 2000).

Hasil dari penelitian ini memberikan sebuah analisa bahwa *Behavioural Finance* memiliki beberapa kemungkinan faktor dimensi lain yang menyebabkan teori tersebut memiliki perbedaan hasil secara bukti empiris. Faktor-faktor dimensi lain yang menyebabkan adanya perbedaan hasil bukti empiris antara lain yaitu dari segi *Culture* dan *Knowledge Sharing*. Faktor *Culture* dapat memiliki peran andil dalam menentukan pengambilan keputusan setiap individu. Setiap wilayah atau daerah satu dengan

daerah lain memiliki karakteristik perilaku individual yang berbeda. Perbedaan karakteristik tersebut menimbulkan adanya paradox terhadap karakteristik perilaku yang tergantung dari segi *Context* dan *Culture* (Lin, *et al.*, 2013). Pada hasil uji penelitian ini, menunjukkan bahwa investor di Kota Malang terdapat beberapa variabel heuristik yang tidak berpengaruh dan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investasi oleh investor.

*Knowledge Sharing* sebagai salah satu faktor juga memiliki peran andil memengaruhi karakteristik individu dalam melakukan pengambilan keputusan. Setiap individu memiliki keragaman dan tingkatan berbeda mengenai dimensi *Knowledge Sharing* tergantung dari kapabilitas individu dalam menginterpretasikan sebuah pengetahuan yang didapatkan. Davidson dan Jaccard (1975) menyatakan bahwa sikap, perilaku, dan intensitas manusia berbeda di setiap bidang. Selain itu konteks *Knowledge Sharing* tidak lepas dari *Culture* yang berperan dalam membentuk pola relasi hubungan antara individu yang satu dengan yang lainnya. Sehingga, dalam penelitian ini menunjukkan bahwa investor di kota Malang memiliki perbedaan secara empiris mengenai variabel-variabel yang memengaruhi pengambilan keputusan dalam berinvestasi.

Secara praktis, Hasil penelitian ini berguna sebagai masukan pada perusahaan sekuritas sebagai sarana melihat karakteristik perilaku para investor studi kasus pada investor di Kota Malang dalam melakukan pengambilan keputusan investasi di Pasar Modal Indonesia. Adanya fenomena anomali pasar yang menyebabkan perilaku investor menjadi irasional dapat diterangkan secara detail melalui studi empiris tentang variabel-variabel *Behavioural Finance* yang diujikan secara langsung terhadap pengambilan keputusan dalam berinvestasi. Dalam penelitian ini, menunjukkan adanya variabel heuristik yang berhubungan dan tidak berhubungan secara positif terhadap pengambilan keputusan heuristik investor di Kota Malang. Hal tersebut menunjukkan bahwa setiap daerah dan wilayah memiliki karakteristik perilaku investor yang berbeda antara satu dengan yang lain. Sehingga, dari karakteristik perilaku investor tersebut memiliki ciri khas masing-masing sesuai dengan individu.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penelitian ini memiliki keterbatasan yang melekat dikarenakan penggunaan data primer melalui kuesioner sehingga memungkinkan terjadinya perbedaan persepsi antara peneliti dan responden karena tidak dapat saling mengklarifikasi pertanyaan kuesioner. Penelitian ini tentunya menjadi lebih *representatif* apabila peneliti dapat mengkombinasikan metode kuesioner dengan metode wawancara sehingga persepsi responden dapat diketahui secara mendalam. Kedua, responden investor yang telah mengisi kuesioner pada penelitian ini sebagian besar adalah investor aktif secara umum tanpa adanya spesifikasi khusus terhadap volume kegiatan transaksi di pasar modal. Tanpa adanya spesifikasi khusus terhadap volume kegiatan transaksi di pasar modal dapat menyebabkan distribusi kuesioner tidak merata dan jawaban kuesioner tidak dapat menggambarkan keadaan yang sebenarnya. Ketiga, data yang digunakan dalam penelitian ini terbatas yaitu menggunakan 58 responden

Saran penelitian kepada peneliti selanjutnya. Pertama, penelitian selanjutnya diharapkan memperbanyak data responden investor khususnya di kota Malang, sehingga semakin banyak data responden yang diperoleh dapat menggambarkan karakteristik investor kota Malang menjadi lebih *representatif*. Kedua, Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan faktor-faktor lain pada *Behavioural Finance* (faktor heuristik, faktor prospek, faktor *herding*, dan faktor pasar) dalam menguji pengambilan keputusan investasi pada investor. Ketiga, Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan cakupan sampel di wilayah lain. Sehingga diperoleh hasil pembandingan penelitian antara wilayah satu dengan wilayah lain yang mencerminkan karakteristik individual investor dalam masing-masing wilayah. Keempat, Penelitian selanjutnya dapat menambahkan indikator volume kegiatan transaksi pada investor. Sehingga dengan adanya indikator volume kegiatan tersebut, dapat lebih menggambarkan jenis karakteristik individu investor.

## DAFTAR PUSTAKA

- Athur, A.D. (2014). *Effect of behavioural biases on investment decisions of individual investors in kenya*. A research project submitted in partial fulfilment for the requirements of master of science in finance degree. University of Nairobi, Kenya.
- Bakar,S., & Yi, A.N.C. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance* 35 (2016) 319 – 328.
- Boussaidi, R. (2013). Representativeness heuristic, investor sentiment and overreaction to accounting earnings: The case of the Tunisian stock market. *Procedia - Social and Behavioural Sciences, Procedia-Social and Behavioural Sciences*, 81, 9-21.
- Chan, W.S., Frankel, R., & Kothari, S.P. (2004), Testing behavioural finance theories using trends and consistency in financial performance. *Journal of Accounting and Performance*, 38, 3-50.
- Chang, E.C., Luo, Y., & Ren, J. (2013). Cross-listing and pricing efficiency: The informational and anchoring role played by the reference price. *Journal of Banking and Finance*, 37, 4449-4464.
- Christensen-Szalanski, J. J. J., & Willham, C. F. (1991). The hindsight bias: A meta-analysis. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 48, 147–168.
- Chou, S.R., Huang, G.L., & Hsu, H.L. (2010). Investor Attitudes and Behavior towards Inherent Risk and Potential Returns in Financial Products. *International Research Journal of Finance and Economics*, 44, 16-30.
- Davidson, A. R., & Jaccard, J. J. (1979). Variables that moderate the attitude–behavior relation: Results of a longitudinal survey. *Journal of Personality and Social Psychology*, 37(8), 1364-1376.
- Fagerström, S. (2008). *Behavioural finance: the psychological impact and overconfidence in financial markets*. Thesis. University of Skövde, Sweden.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fischhoff, B., & Beyth, R. (1975). I knew it would happen - Remembered probabilities of once-future things. *Organizational Behavior and Human Performance*, 13, 1–16.
- Hirschey, D. and Nofsinger, J. 2008. *Investment : Analysis and Behavior*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Hussain, M., Shah, S.Z.A., Latif, K., Bashir, U., & Yasir, M. (2013). Hindsight bias and investment decisions making empirical evidence form an emerging financial market. *International Journal of Research Studies in Management*, 2(2), 77-88.
- Jaya, M.P. (2014). *Impact of investors behavioural biases on the indian equity market and implications on stock selection decisions: an empirical analysis*, A thesis submitted to Jaypee Institute of information technology. Jaypee Institute, India.
- Jureviciene, D & Ivanova, O. (2013). Behavioral Finance: Theory And Survey. *Mokslas: Lietuvos Ateitis*, Vol. 5, No. 1.
- Kahneman, D, & Tversky, A . (1982). *Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge UK: Cambridge University Press.
- Kahneman, D. (2002). *Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice*. Princenton: Princenton University Press.
- Khan. (2015). Impact of availability bias and loss aversion bias on investment decision making, moderating role of risk perception. *International Journal of Research Business in Management*, 1 (2), hal: 1-12. ISSN(E).
- Langer, E.J. (1975). The illusion of control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(2), 311-328.
- Lau, R.R. & Redlawsk, D.P. (2001). Advantages and disadvantages of cognitive heuristics in political decision making. *American Journal of Political Science*, 45 (10), 951- 971.

- Lin, H. E., McDonough, E. F., Lin, S.J & Lin, C. Y. Y. (2013). Managing the Exploitation/Exploration Paradox: The Role of a Learning Capability and Innovation Ambidexterity. *Journal of Product Innovation Management*, 2013, pp.262–278
- Lord, C., Ross, L., & Lepper, M. (1979). Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence. *Journal of Personality and Social Psychology*, 37, 2098-2109.
- Lu, L. (2010). Asset pricing and welfare analysis with bounded rational investors. *The Financial Review*, 45(2), 485-499.
- Luong, L, P & Ha, D, T, T. (2011). *Behavioral factors influencing individual investors' decision-making and performance (A survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange)*. Thesis. Umea Universitet, Sweden.
- Martin, L.L. & Erber, R. (2005). The wisdom of social psychology: Five commonalities and one concern. *Psychological Inquiry*, 16 (4), 194-202.
- Manuel, J & Matthew, G. (2017). Impact of cognitive biases in investment decisions of individual investors in stock market. *International Journal of Engineering Technology, Management and Applied Sciences*, 5(6), ISSN 2349-4476
- Muriithi, G. G. (2016). *Portfolio performance at the Nairobi Securities Exchange*. A research project submitted in partial fulfilment of the requirements for the award of the degree of Master of Business Administration School of Business. University of Nairobi, Kenya.
- Masomi, S. R., & Ghayekhloo, S. (2011). Consequences of human behaviors' in Economic: The Effects of Behavioral Factors in Investment decision making at Tehran Stock Exchange. *International Conference on Business and Economics Research*. 1, 234-237.
- Nevins, D. (2004). Goals-based investing: Integrating traditional and behavioural finance. *The Journal of Wealth Management*, 6(4), 8-23.
- Nofsinger, J.R. & Sias, R.W. (1999). Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors. *The Journal of Finance*, 54, 2263-2295.
- Puspitaningtyas, Z. (2012). Relevansi nilai informasi akuntansi dan manfaatnya bagi investor. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan* 16 (2) 164-183.
- Qasim, M, Husain, R. Y, Inthkab. M., & Arshad. M. (2018). Impact of herding behavior and overconfidence bias on investors' decision-making in Pakistan. *ResearchGate*. doi: 10.5267/j.ac.2018.07.001
- Rehan, J & Umer, I. (2017). Behavioural biases and investor decision. *College of Management Sciences: Vol. XII, No. 2*.
- Ricciardi, V. & Simon, H. K. (2000). What is Behavioral Finance?. *Business, Education and Technology Journal Fall 2000*.
- Scharfstein, D., & Stein, J. (1990). Herd behaviour and investment. *American Economic Review*, 80, 465-479.
- Shiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science, New Series*, 185(4157), 1124-1131.
- Virigineni, M & Rao, M. B. (2017). Contemporary Development in Behavioural Finance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2017, 7(1), 448-459.
- Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 1(1), 24–41.
- Wen, H., & Jianfeng, S. (2011). Investor extrapolation and expected returns. *The Journal of Behavioural Finance*, 11, 150-160.