

## Apakah Investor Milenial Penyebab Terbentuknya Teknikal Anomali di Pasar Modal Indonesia?

Shafiera Lazuarni  
Universitas Indo Global Mandiri  
Email: [shafieralazuarni@uigm.ac.id](mailto:shafieralazuarni@uigm.ac.id)

William Wendy Ary  
Institut Teknologi dan Bisnis Sabda Setia  
Email: [william.wendy@itbss.ac.id](mailto:william.wendy@itbss.ac.id)

Try Wulandari  
Universitas Indo Global Mandiri  
Email: [wulan@uigm.ac.id](mailto:wulan@uigm.ac.id)

Emilda  
Universitas Indo Global Mandiri  
Email: [emilda@uigm.ac.id](mailto:emilda@uigm.ac.id)

### Abstract

*This study aims to examine the role of millennial investors' simplification behavior (heuristic) on the formation of technical anomalies in the capital market and the role of these anomalies on investment performance. The method of the data analysis used the SEM (Structural Equation Modeling) method with the WarpPLS analysis tool. The Variance Accounted For (VAF) method was added in this study as an additional test to explore whether technical anomalies can mediate the effect of heuristics on investment performance. The results proved that the heuristic behavior (availability, representativeness, and hindsight) of millennial investors is one of the factors causing technical anomalies in the capital market, except for the availability heuristic. The limitations of this study were the first measurement items/items used were minimal, amounting to two to four items for each construct. Second, this study could not detail how millennial investors behaved when selling or buying shares. This study is essential as investors can understand their investment behavior and they can make better decisions. Further, providing information regarding the behavior of millennial investors to the government because the millennial generation is an essential key in encouraging them to be at the forefront of the Indonesian economy. The implication is that the government can develop strategies and policies to increase the involvement of the millennial generation in investing in the capital market.*

**Keywords:** *Investor Behavior, Millennial Investors, Anomalies, Heuristics, Capital Market*

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan menguji peran perilaku penyederhanaan (heuristik) investor milenial terhadap terbentuknya teknikal anomali di pasar modal dan peran anomali tersebut terhadap kinerja investasi. Metode analisis data menggunakan metode SEM (Structural Equation Modeling) dengan alat analisis WarpPLS. Metode Variance Accounted For (VAF) juga ditambahkan dalam penelitian ini sebagai ujian tambahan untuk mengeksplorasi apakah teknikal anomali mampu memediasi pengaruh antara heuristik terhadap kinerja investasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku heuristik (availability, representativeness, dan hindsight) investor milenial terbukti menjadi salah satu faktor penyebab terjadinya teknikal anomali di pasar modal, kecuali availability heuristik. Keterbatasan penelitian ini pertama item pengukuran/item yang digunakan sangat terbatas berjumlah dua hingga empat item untuk masing-masing konstruk. Kedua, penelitian ini tidak mampu menangkap secara detail bagaimana perilaku investor milenial secara terpisah saat menjual atau membeli saham. Penelitian ini penting dilakukan agar investor dapat memahami perilaku investasi mereka sehingga mampu mengambil keputusan lebih baik. Kedua, memberikan informasi terkait perilaku investor milenial ke pemerintahan karena generasi milenial menjadi kunci penting dalam mendorong mereka menjadi garda terdepan dalam perekonomian Indonesia. Implikasinya pemerintah dapat menyusun strategi dan kebijakan dalam peningkatan keterlibatan generasi milenial dalam berinvestasi di pasar modal.

**Kata Kunci:** Perilaku Investor, Investor Milenial, Anomali, Heuristik, Pasar Modal

## 1. Pendahuluan

Keuangan berperilaku merupakan ilmu yang mampu menggambarkan kejadian-kejadian anomali di pasar modal yang bahkan tidak terjawab oleh teori keuangan tradisional. Teori keuangan tradisional mengasumsikan bahwa semua investor adalah manusia ekonomi rasional (Rahman & Gan, 2020). Saat membuat keputusan investasi mereka akan memaksimalkan keuntungan, sementara pada saat yang sama dapat menurunkan risiko investasi dengan mengevaluasi nilai intrinsik harga saham. Asumsi yang dikembangkan dalam teori ini adalah bahwa investor mampu untuk memproses semua informasi yang mereka dapatkan di pasar secara tepat (Tauni et al., 2017). Contohnya laba perusahaan seringkali dinilai merupakan informasi terpenting yang terdapat dalam laporan keuangan yang menggambarkan keberhasilan usaha dalam memajukan perusahaan (Andrayani, Fitriasisuri, & Terzaghi, 2018). Disisi lain keuangan berperilaku berasumsi pelaku pasar sebenarnya tidak sepenuhnya rasional melainkan dipengaruhi oleh berbagai faktor psikologi dan emosi yang pada akhirnya membuat mereka bertindak tidak rasional dalam pengambilan keputusan.

Beberapa literatur terdahulu (Rahman & Gan, 2020) (Davis et al., 2015); (Muradoglu & Harvey, 2012); (Said, 2018); (Lazuarni & Asri, 2020); dan (Abdin et al., 2017) percaya bahwa aktivitas ekonomi, faktor demografi, emosi, persepsi manusia dan aktivitas sosial merupakan pendorong terbentuknya perilaku keuangan. Penelitian terkait keuangan berperilaku saat ini tidak hanya mengeksplorasi faktor-faktor yang mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan di pasar modal saja tetapi sudah sampai pada eksplorasi hubungan bias berperilaku, jenis keperibadian yang digambarkan dalam *Big Five Personality* dan bagaimana dampaknya terhadap kinerja investasi. Akan tetapi mayoritas penelitian terdahulu lebih berfokus pada perilaku investor individual maupun investor institusi (Duxbury, 2015); (Prosad et al., 2015); (Tauni, HongXing, 2016); (Lazuarni & Asri, 2020); (Abdin et al., 2017) dan (Khan et al., 2017).

Sepanjang pengetahuan peneliti literatur yang mengkaji perilaku kelompok investor milenial atau investor Generasi Y masih sangat terbatas. Padahal sebagai sebuah kelompok, Generasi Y secara signifikan berkontribusi terhadap PDB dan memiliki daya beli yang kuat dibandingkan dengan Generasi X dan Generasi *Baby Boomer* sehingga perilaku mereka sangat menarik untuk diteliti. Menurut data sensus Badan Pusat Statistik BPS (2020), jumlah penduduk Indonesia yang berusia 20–40 tahun pada tahun 2020 berjumlah 83 juta jiwa atau 34% dari total penduduk Indonesia yang mencapai 271 juta jiwa. Proporsinya lebih besar dibandingkan Generasi X yang berjumlah 53 juta orang (20%), dan *Generasi Baby Boomer* yang hanya berjumlah 35 juta orang (13%).

Pasar modal di Indonesia mulai berkembang sejak adanya paket deregulasi oktober 1988 yang dikeluarkan pemerintah dan berhasil menarik minat publik (Wulandari, 2022). BEI mencatat pertumbuhan jumlah investor tertinggi terjadi pada tahun 2020 yakni telah tumbuh 53,47% dari total jumlah investor di tahun 2019 dan hingga Juli tahun 2021 jumlah investor meningkat 50%.

Jumlah investor saham di Indonesia hingga akhir tahun 2020 sudah mencapai 1.695.268 *Single Investor Identification* (SID) jumlah ini didominasi oleh investor muda atau kaum milenial sebesar 70% atau sekitar 411.480 SID. Pandemi COVID-19 ini memainkan peranan penting dalam peningkatan jumlah investor milenial di Indonesia. Peningkatan jumlah investor milenial ini juga dipengaruhi oleh media sosial.

Investor milenial memiliki kecenderungan menggunakan *mental shortcut* atau heuristik dalam pengambilan keputusannya di pasar modal karena mereka menginginkan hasil yang instan dan cepat (Rahman & Gan, 2020); (Soekarno & Pranoto, 2020); (Ising, 2007) . Salah satu fenomena yang dapat diamati dalam perilaku investor milenial adalah mereka memilih saham hanya berdasarkan informasi saham-saham apa saja yang sering diperbincangkan oleh tokoh atau *influencer*.

Sebelum melakukan pengumpulan data peneliti mengamati perilaku investor milenial Indonesia di beberapa grup telegram terbesar di Indonesia. Fenomena yang ditangkap diantaranya adalah mayoritas dari mereka merupakan investor pemula hal ini terlihat dari jumlah responden investor pemula yang berpartisipasi dalam penelitian ini. Keterbatasan pengalaman dalam transaksi jual beli saham yang pada akhirnya mendorong investor milenial menggunakan analisa teknikal dan mendasarkan pengambilan keputusan pada berita yang disebar di grup maupun berdasarkan pendapat seseorang yang dinilai lebih superior. Seringkali investor tidak memperhatikan analisis fundamental saham dan lebih banyak menggunakan analisis teknikal dalam pengambilan keputusannya yang pada akhirnya membentuk teknikal anomali di pasar modal (Ising, 2007).

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji peran perilaku penyederhanaan (heuristik) terhadap terbentuknya anomali (teknikal anomali) di pasar modal dan peran anomaly tersebut terhadap kinerja investasi. Studi ini akan difokuskan menguji perilaku investor milenial yang ada di Indonesia. Penelitian yang dilakukan Lazuardi & Asri, (2020); Abdin et al., (2017) belum dapat memberikan bukti yang cukup bahwa perilaku heuristik yang ada pada perilaku kelompok investor milenial dapat menyebabkan anomali di pasar modal dan dapat mempengaruhi kinerja investasi mereka. Asri (2015) membedakan heuristik menjadi tiga, kecenderungan untuk menggunakan informasi yang tersedia (*availability*), penyederhanaan proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan pengalaman (*hindsight*) dan perilaku yang terlalu mudah menilai sesuatu sebagai cerminan suatu kelompok yang diwakili (*representativeness*).

Masih sangat jarang penelitian yang mengkaitkan perilaku heuristik dengan teknikal anomali dan kinerja investasi baik penelitian regional maupun internasional hal inilah yang membuat penelitian ini menarik dan harus dilakukan selain dapat memberikan *novelty*. Sepengetahuan peneliti, studi ini merupakan studi pertama yang berfokus pada peninjauan perilaku kelompok investor milenial bagaimana dampaknya terhadap terbentuknya anomaly di pasar modal dan kinerja investasi. Penelitian ini menggunakan metode SEM (*Structural Equation Modeling*) dengan alat analisis WarpPLS. Metode *Variance Accounted For* (VAF) juga ditambahkan dalam penelitian ini sebagai ujian tambahan untuk mengeksplorasi apakah teknikal anomali mampu memediasi pengaruh antara heuristik terhadap kinerja investasi, akan tetapi pengujian mediasi bukan termasuk kedalam tujuan utama penelitian.

Dalam kebanyakan penelitian, istilah “milenial” mengacu pada generasi individu yang lahir dari awal 1980-an hingga awal 2000-an. Bishop (2006) menyebutkan bahwa kaum milenial adalah makhluk yang optimis, memiliki kepercayaan diri yang tinggi. Keyakinan yang berakar pada generasi ini kemudian mempengaruhi sikap mereka terhadap kehidupan pribadi dan pencapaian profesional mereka. Milenial juga melek teknologi sehingga memungkinkan mereka untuk belajar penggunaan analisis teknikal dalam pengambilan keputusan investasinya.

Penelitian ini penting dilakukan agar investor dapat memahami perilaku investasi mereka sendiri sehingga mampu mengambil keputusan lebih baik. Lebih lanjut memahami perilaku investor milenial di Indonesia diharapkan memberikan informasi pada banyak pihak termasuk pemerintahan karena generasi milenial menjadi kunci penting dalam mendorong mereka menjadi garda terdepan dalam perekonomian Indonesia. Implikasinya pemerintah dapat menyusun strategi dan kebijakan dalam peningkatan keterlibatan generasi milenial dalam berinvestasi di pasar modal.

Hasil studi mengkonfirmasi bahwa perilaku heuristik yang dimiliki investor milenial merupakan salah satu faktor penyebab terbentuknya teknikal anomali di pasar modal, kecuali variabel *availability*. Hasil eksplorasi mediasi mendukung temuan Lazuardi & Asri, (2020) yakni variabel teknikal anomali yang terbentuk akibat perilaku heuristik investor milenial dapat memediasi secara parsial hubungan antara perilaku *hindsight* dengan kinerja investasi. Sebaliknya teknikal anomali tidak dapat menjelaskan hubungan antara perilaku *availability* dan *representativeness* terhadap kinerja investasi.

Studi ini juga membuktikan bahwa teknikal anomali yang terbentuk oleh perilaku heuristik investor milenial berpengaruh positif terhadap kinerja investasinya, dengan kata lain investor milenial mampu memanfaatkan anomali yang ada di pasar modal dengan cara yang tepat sehingga mereka merasa puas dengan kinerja investasinya. Pada akhirnya penelitian ini diharapkan memberikan informasi disertai bukti bahwa beberapa anomali yang selama ini dianggap negatif di pasar modal ternyata dapat memberikan dampak positif terhadap kinerja investasi investor tetapi dengan catatan investor tersebut harus menggunakan perilaku penyederhanaan di pasar modal secara tepat.

## 2. Literature Review

### 2.1 Heuristik

Heuristik awal mulanya diperkenalkan oleh Tversky dan Kahneman (1974) yang menunjukkan bahwa individu cenderung menggunakan jalan pintas mental atau aturan strategi yang praktis untuk pengambilan keputusan didalam situasi ketidakpastian. Heuristik dapat membantu dalam banyak situasi tetapi terkadang heuristik sering kali mengarahkan pada keputusan yang bias (Tversky dan Kahneman, 1974). Dampak dari penggunaan heuristik terhadap pengambilan keputusan keuangan sudah banyak di dokumentasikan ke dalam literatur-literatur keuangan keperilakuan seperti (Abdin et al., 2017); (Rasheed et al., 2018); (Khan et al., 2017); (Lazuarni & Asri, (2020) .

Asri (2015) mendefinisikan heuristik sebagai perilaku penyederhanaan proses pembuatan keputusan, heuristik terbagi kedalam tiga tipe yakni: kecenderungan menggunakan informasi yang tersedia saja dalam pengambilan keputusan (*availability*), perilaku penyederhanaan proses pengambilan keputusan dengan pengalaman masa lalu (*hindsight*) dan perilaku yang terlalu mudah untuk menilai sesuatu sebagai cerminan dari sebuah kelompok yang diwakilinya (*representativeness*).

### 2.2 Teknikal anomali

Perdebatan di dunia investasi yang membahas tentang harga sekuritas masa lalu, dan penggunaan bantuan analisis teknikal apakah dapat digunakan untuk memprediksi harga sekuritas di masa yang akan datang masih terus berlanjut. Menurut Ising (2007) analisis teknikal merupakan kumpulan sejumlah teknik yang mencoba meramalkan harga sekuritas dengan mempelajari harga masa lalunya. Analisis pasar dengan menggunakan bagan atau chart pertama kali dilakukan di Jepang pada tahun 1600an. Banyak literatur yang pernah membahas seputar analisis teknikal seperti Luděk et al., (2017); Fama (1970) akan tetapi literatur tersebut belum memberikan konsensus apakah analisis teknikal dapat menguntungkan atau tidak.

Konsep dasar yang melatarbelakangi terbentuknya analisis teknikal sangat bertolak belakang dengan EMH, karena jika pasar modal dikatakan efisien seharusnya harga saham akan terbentuk secara acak dan tidak akan dipengaruhi oleh data historis di masa lalu. Pompian (2006) menyatakan bahwa ketidakkonsistenan analisis teknikal dengan *efficient market Hipotesis* inilah yang pada akhirnya akan membentuk teknikal anomalidi pasar modal, dengan kata lain teknikal anomaly mengacu pada anomali dalam instrumen perdagangan keuangan yang disebabkan oleh elemen technical analysis.

### 2.3 Kinerja investasi

Penelitian terkait keperilakuan yang berhubungan dengan kinerja investasi banyak dilakukan oleh beberapa peneliti seperti (Akhtar et al., 2018). Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa perilaku investor memainkan peran penting terhadap kinerja investasi. Kinerja investasi menunjukkan kecenderungan investor individu untuk menganalisis kinerja investasinya sendiri. Kinerja investasi sendiri bisa di definisikan sebagai tingkat pengembalian atau return pada portofolio investasi yang dimiliki oleh investor (Feibel 2013). Dalam penelitian ini kinerja investasi akan diukur dengan persepsi investor terhadap *return* yang mereka dapatkan dan tingkat kepuasan terhadap investasi investor.

## 2.4 Pembentukan hipotesis

### 2.4.1 Heuristik dan teknikal anomali

Availability merupakan *cognitive heuristic* yang mengacu pada kecenderungan seseorang untuk mengandalkan informasi yang sudah tersedia saja, berdasarkan apa yang dapat diingat, apa yang baru saja dilakukannya, bahkan apa yang baru saja didengar atau dilihatnya. Seseorang yang menggunakan *availability heuristic* cenderung mengabaikan investasi yang berpotensi menguntungkan karena informasi tentang investasi tersebut tidak tersedia.

Penelitian keperilakuan mendokumentasikan bahwa hal yang dapat mempengaruhi karakteristi milenial paparan teknologi yang dapat memberikan dampak positif maupun negative terhadap kognitif, emosi, dan kehidupan social (Immordino-Yang et al., 2012). Salah satu fenomena yang dapat diamati dalam perilaku investor milenial saat ini adalah mereka memilih saham hanya berdasarkan informasi saham-saham apa saja yang sering diperbincangkan oleh tokoh atau *influencer*.

Kenaikan jumlah investor di Indonesia khususnya investor aktif tidak linear dengan peningkatan literasi keuangan masyarakat khususnya di pasar modal. Karena keterbatasan informasi dan pengetahuan, selain paparan tokoh atau influencer saham yang dianggap superior investor milenial terkadang menggunakan harga dimasa lalu, volume perdagangan, return harian sebagai indikator untuk memilih sahamnya tanpa mempertimbangkan nilai-nilai fundamental perusahaan (Ising, 2007); (Dzakiyah et al., 2020)

#### **Hipotesis 1: Availability heuristik yang dimiliki investor milenial berpengaruh positif terhadap terjadinya teknikal anomali di pasar modal.**

Asri (2015) menjelaskan bahwa kesalahan yang akan terjadi akibat representativeness diantaranya adalah *stereotyping process* yakni orang terlalu cepat mengambil kesimpulan berdasarkan pengetahuannya yang terbatas mengenai ciri-ciri sebuah kelompok, selanjutnya perilaku tersebut dapat saja terbawa Ketika seseorang menjadi investor di pasar modal.

Investor milenial memiliki tingkat kepercayaan diri yang lebih besar dibandingkan dengan kelompok investor lainnya (Dzakiyah et al., 2020). Hal ini mendorong mereka untuk melakukan *trading* dalam jumlah yang berlebihan. Investor yang terlalu percaya diri cenderung memiliki keyakinan bahwa keputusan dan Tindakan yang mereka ambil merupakan Tindakan yang kurang berisiko dan keputusan yang terbaik sehingga terlalu mudah dalam mengambil kesimpulan dan mengesampingkan penilaian fundamental sebuah investasi.

*Representativeness* juga mendorong investor untuk mendasarkan penilaian mereka pada sampel data yang tidak memadai saat menganalisis investasi tertentu serta dengan menggunakan analisa teknikal yang didasari oleh keterwakilan masa lalu untuk memilih saham dan pada akhirnya akan menciptakan teknikal anomali di pasar modal.

#### **Hipotesis 2: Representativeness heuristik yang dimiliki investor milenial berpengaruh positif terhadap terjadinya teknikal anomali di pasar modal.**

Barber dan Odean (2000) mengemukakan bahwa investor cenderung dipengaruhi oleh peristiwa di pasar saham yang menarik perhatian mereka, bahkan ketika mereka tidak tahu apakah peristiwa ini dapat menghasilkan kinerja investasi masa depan yang baik atau tidak. Berdasarkan pernyataan tersebut dapat dikatakan bahwa investor cenderung akan melakukan pengambilan keputusan

(pembelian, penjualan, pemilihan saham, penentuan lamanya waktu untuk menyimpan saham, dan penentuan berapa banyak volume saham yang diperdagangkan) bukan berdasarkan analisis fundamental dari perusahaan tersebut melainkan dipengaruhi oleh peristiwa-peristiwa di pasar saham.

Menurut teori heuristik, investor menggunakan harga dan tren masa lalu yang bersumber dari pengalaman, kemampuan kognitif dan keterampilan mereka untuk memprediksi keuntungan di masa depan. Salah satu alat yang familiar digunakan untuk menilai harga saham adalah analisis teknikal. Analisis teknikal juga dapat diartikan sebagai teknik untuk memprediksi arah pergerakan harga saham berdasarkan data historis (Tandelilin, 2010).

Karena kedekatannya dengan teknologi membuat mereka menjadi terlalu percaya diri dan cenderung *overestimate* (menaksir terlalu tinggi) terhadap kemampuannya dalam mengevaluasi suatu investasi dan membuat mereka dapat memprediksi tren yang akan terjadi di masa depan (Dzakiyah et al., 2020). Dengan menggunakan sejarah masa lalu dan mengikuti pengalaman *trading* sebelumnya yang didasarkan pada analisis teknikal, investor menganggap bahwa mereka bisa mengalahkan pasar. Investor yang terlalu sering melakukan *trading* akan menjadikan pengalaman sebagai referensi pengambilan keputusan di pasar modal. Luděk et al., (2017) membuktikan sebagian besar investor milenial menggunakan analisis teknikal dan mereka menganggap bahwa analisis teknikal menguntungkan mereka dalam pengambilan keputusan investasi.

**Hipotesis 3: Hindsight heuristik yang dimiliki investor milenial berpengaruh positif terhadap terjadinya teknikal anomali di pasar modal.**

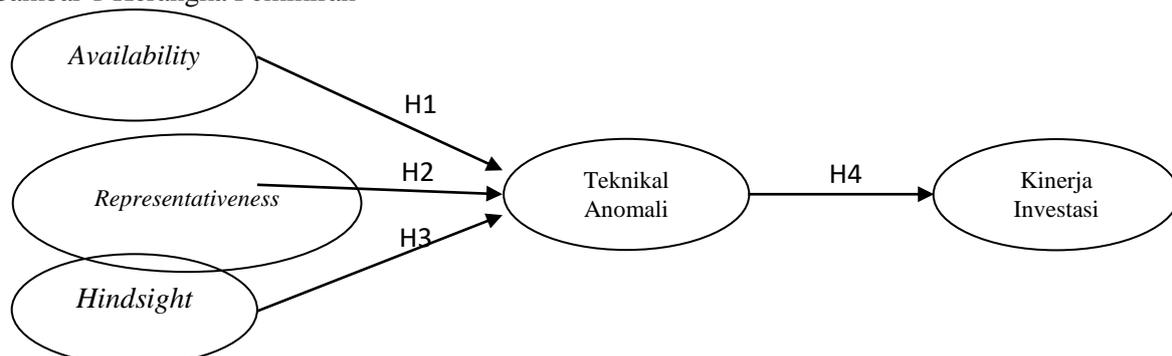
Teknikal anomali mengacu pada anomali instrumen perdagangan keuangan yang disebabkan oleh unsur analisis teknikal. Kinerja keuangan perusahaan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan (Wahasusmiah, 2022). Umumnya analisis laporan keuangan yang dilakukan perusahaan untuk mengukur kinerja keuangannya adalah dengan menggunakan metode konvensional yaitu analisis rasio keuangan (Widyanti et al., 2020)

Investor milenial yang dicirikan dengan kedekatannya dengan teknologi akan menggunakan analisis teknikal untuk memudahkan interpretasi dan untuk meramalkan harga masa depan, membuat keputusan investasi dan pada akhirnya menyebabkan teknikal anomali di pasar modal, juga dapat mempengaruhi kinerja investasi mereka. Investor yang menggunakan analisis teknikal dalam penilaian investasinya merasa puas dengan return yang mereka dapatkan (Luděk et al., 2017)

**Hipotesis 4: Teknikal anomali berpengaruh positif terhadap kinerja investasi.**

Adapun kerangka Pemikiran dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1.

Gambar 1 Kerangka Pemikiran



Sumber :Peneliti, 2022

### 3. Metode penelitian

#### 3.1 Sampel dan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data primer dan dikumpulkan dengan menggunakan metode survey. Responden yang mengisi kuesioner harus memenuhi beberapa kriteria dan melewati *screening* diantaranya memiliki rekening efek pada salah satu perusahaan sekuritas di Indonesia dan berusia di rentang 20-40 tahun (Safitri, 2022). Total responden yang berpartisipasi sebanyak 271 responden dan sudah melewati proses penyeleksian dari *outliers*. Proses pengumpulan data dilakukan satu minggu dimulai tanggal 25 Oktober-1 November 2021.

#### 3.2 Pengukuran Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *availability*, *representativeness*, *hindsight*, teknikal anomali dan kinerja investasi. Adapun definisi operasional setiap variabel dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional
<i>Availability</i>	Sejauh mana orang-orang menggunakan informasi yang sudah tersedia saja dalam kaitannya dengan pengambilan keputusan (Tversky dan Kahneman, 1974)
<i>Representativeness</i>	Sejauh mana seseorang memudahkannya dalam mengambil kesimpulan dengan anggapan bahwa sesuatu yang dihadapinya merupakan perwakilan dari kelompok tertentu meskipun kelompok tersebut belum tentu terwakili (Tversky dan Kahneman, 1974)
<i>Hindsight</i>	Sejauh mana seseorang meyakini bahwa ia dapat memperkirakan masa depan atau suatu kejadian dimasa yang akan datang berdasarkan pada kejadian terakhir yang dialaminya (Asri, 2015)
Teknikal Anomali	Sejauh mana ketidakbiasaan yang muncul saat penilaian kinerja saham yang dilakukan oleh investor hanya menggunakan sedikit proporsi dari <i>fundamental assesment</i> . Pompian (2006)
Kinerja Investasi	Sejauh mana tingkat pengembalian ( <i>return</i> ) pada portofolio investasi yang dimiliki oleh investor (Feibel 2013)

Sumber : Data diolah 2022

Indikator yang digunakan berasal dari beberapa penelitian terdahulu. Variabel *availability*, *representativeness*, teknikal anomali dan kinerja investasi mengacu pada penelitian (Abdin et al., 2017) sedangkan indikator untuk variabel *hindsight* mengacu pada penelitian (Sahi et al., 2013). Item pernyataan yang mengukur indikator *availability* terdiri dari dua pernyataan yaitu; Anda lebih memilih untuk membeli saham domestik dibandingkan saham internasional karena informasi saham domestik lebih tersedia, dan Anda mempertimbangkan informasi dari teman dekat anda dan relasi anda sebagai preferensi yang dapat dipercaya untuk keputusan investasi anda (Abdin et al., 2017). Indikator *representativeness* diukur dengan pernyataan; Anda akan membeli saham yang memiliki harga yang tinggi dan akan menghindari saham yang pernah berkinerja buruk dimasa lalu baru-baru

ini dan Anda menggunakan analisis tren dari beberapa saham perwakilan untuk membuat keputusan investasi atas saham-saham yang akan anda beli (Abdin et al., 2017).

Indikator untuk mengukur *hindsight* menggunakan item pernyataan; Anda akan melihat trend sebelum membeli, Anda akan melihat kinerja saham masa lalu sebelum membeli, Anda percaya trend masa lalu akan berlanjut di masa yang akan datang, Masa lalu merupakan indikator dari masa yang akan datang dan Anda melakukan keputusan investasi berdasarkan preferensi orang lain (Sahi et al., 2013). Untuk variabel teknikal anomali menggunakan item pernyataan; Informasi pasar penting untuk investasi saham Anda dan Anda menempatkan tren masa lalu saham sebagai pertimbangan untuk investasi Anda (Abdin et al., 2017). Selanjutnya variabel kinerja investasi diukur dengan pernyataan; tingkat keuntungan investasi saham Anda saat ini sesuai dengan ekspektasi Anda, tingkat keuntungan investasi saham Anda sama dengan atau lebih tinggi dari rata-rata tingkat keuntungan pasar dan indikator terakhir yakni Anda merasa puas dengan keputusan investasi pada tahun lalu (termasuk menjual, membeli, memilih saham, dan memutuskan volume saham yang diperdagangkan) (Abdin et al., 2017). Adapun skala yang digunakan adalah Likert 1-5.

### 3.3 Metode Analisis

Data yang terkumpul dianalisis dengan menggunakan *Structural Equation Modeling* dengan bantuan alat analisis WarpPLS. Sebelum melakukan pengujian hipotesis, pendekatan pertama yang dilakukan adalah dengan menguji pengukuran (menilai kualitas kesesuaian model dan nilai p, menguji validitas dan reliabilitas konstruk). Pendekatan kedua adalah pengujian model struktural (penilaian koefisien determinasi, relevansi prediktif, koefisien jalur dan nilai-p, ukuran efek untuk setiap jalur dan scatter plot (*linear* dan *non-linear*). Pengujian eksplorasi mediasi dilakukan dengan metode VAF (*Variance Extracted For*). Tahapan awal yang harus dilakukan sebelum menguji nilai VAF adalah dengan menguji peran pemediasi menggunakan metode (Baron and Kenny, 1986). Setelah mendapatkan nilai *direct effect* dan *indirect effect* pengujian mediasi dengan menggunakan metode VAF bisa dilakukan. Adapun persamaan yang digunakan dalam menghitung metode VAF (Hair et al., 2017):

$$\text{VAF: } \frac{\text{Indirect Effect}}{\text{Total Effect}} \rightarrow \text{VAF: } \frac{a*b}{ab+c} \quad (1)$$

Pengambilan kesimpulan untuk mediasi dilakukan dengan persyaratan berikut jika nilai VAF > 80% maka mediasi penuh. Jika nilai VAF > 20% dan < 80% maka mediasi parsial dan jika nilai VAF < 20% maka tidak ada efek pemediasi.

## 4. Hasil dan pembahasan

### 4.1 Profil responden

Penyebaran kuesioner dilakukan dalam waktu 5 hari penyebaran kuesioner dapat dikatakan relatif singkat karena jumlah investor yang tergabung dalam *group chat telegram* yang dijadikan peneliti sebagai salah satu sumber pengambilan data sangat banyak sehingga hal tersebut dapat memudahkan peneliti dalam pengumpulan data, adapun jumlah responden yang berpartisipasi sebanyak 271 responden. Berikut adalah penjabaran profil demografik dari responden penelitian ini:

Tabel 2. Profil Responden

Keterangan	Identitas	Total Responden	%
Usia	20 tahun - 30 tahun	134	49,4
	30 tahun - 40 tahun	137	50,6
Gender	Laki-laki	235	86,7
	Perempuan	36	15,3
Pengalaman	Kurang dari 1 Tahun	160	59

<b>Investasi</b>	1-5 tahun	94	34
	Lebih dari 5 tahun	17	6,3
	SMA Sederajat	37	13,7
<b>Pendidikan Terakhir</b>	D1	2	0,7
	D3	21	7,7
	S1	176	64,9
	S2	36	13,3

Sumber: Data diolah, 2022

Terdapat 271 responden yang berpartisipasi dalam penelitian ini. Usia responden dibagi ke dalam 2 kelompok, investor berusia 20-30 tahun dan 30-40 tahun dengan jumlah berturut-turut sebanyak 134 orang (49,4%) dan 137 orang (50,6%). Mayoritas responden yang berpartisipasi dalam penelitian ini adalah laki-laki sebanyak 235 orang (86,7%) sedangkan investor perempuan hanya sebanyak 36 orang (15,3%) hal ini menunjukkan bahwa investor pasar modal di Indonesia masih didominasi oleh investor laki-laki. Selanjutnya jika dilihat dari pengalaman investasi mayoritas responden merupakan investor pemula yang memiliki pengalaman investasi kurang dari 1 tahun yakni sebanyak 160 orang (59%) dan sisanya memiliki pengalaman investasi 1-5 tahun sebanyak 94 orang (34%) dan sebanyak 17 orang (6,3%) yang sudah memiliki pengalaman investasi selama lebih dari 5 tahun. Mayoritas responden memiliki Riwayat Pendidikan yang baik sebanyak 176 orang (64,9%) berlatar belakang Pendidikan S1, 36 orang (13,3%) berlatar belakang S2 dan sisanya berlatar belakang SMA, 37 orang (13,7%), D3 21 orang (7,7%) dan D1 sebanyak 2 orang (0,7%).

## 4.2 Pengujian hipotesis

Pengujian hipotesis diawali dengan pemenuhan asumsi-asumsi SEM, seperti identifikasi *outliers* dan *missing value* dan kedua identifikasi multikolinieritas dan *common method bias*. Model pengukuran (outer model) dimulai dengan melakukan penilaian terhadap kualitas kesesuaian model dan nilai  $p$ , selanjutnya melakukan pengujian validitas dan reliabilitas, pengujian-pengujian yang dilakukan telah memenuhi kriteria pengukuran yang dapat dilihat pada tabel-tabel berikut.

Tabel 3. Model fit dan p-value (kualitas model)

Indicators	Value
<i>Average path coefficient (APC)</i>	$P < 0,001$
<i>Average R-squared (ARS)</i>	$P 0,002$
<i>Average adjusted R-squared (AARS)</i>	$P 0,003$
<i>Average block VIF (AVIF)</i>	1,042
<i>Average full collinearity VIF (AFVIF)</i>	1,163
<i>Tenenhaus GoF (GoF)</i>	0,314

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan tabel 3 maka masing-masing p-value dan kesesuaian model telah memenuhi persyaratan. Pengujian berikutnya dilanjutkan dengan mengevaluasi nilai Tenenhaus GoF (GoF) yang ditunjukkan pada tabel 4.

Tabel 4. Combine loading dan cross loading setelah penghapusan indikator

	AV	RP	HI	TA	KI	P Value
<b>AV1</b>	(0,779)					<0.001
<b>AV2</b>	(0,779)					<0.001
<b>RP1</b>		(0,786)				<0.001

<b>RP2</b>	(0,786)		<0.001
<b>HI2</b>		(0,621) <sup>b</sup>	<0.001
<b>HI3</b>		(0,770)	<0.001
<b>HI4</b>		(0,766)	<0.001
<b>TA1</b>		(0,809)	<0.001
<b>TA2</b>		(0,809)	<0.001
<b>KI1</b>			(0,894) <0.001
<b>KI2</b>			(0,875) <0.001
<b>KI3</b>			(0,753) <0.001

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil pengujian model pengukuran yang terlihat pada tabel 4 menunjukkan bahwa semua indikator memiliki p-value <0,05 dan indikator konstruk tersebut mempunyai nilai loading paling tinggi pada kelompok konstraknya sendiri.

Tabel 5. Nilai parameter reliabilitas sebelum dan setelah penghapusan indikator

<b>Indikator</b>	<b>Average variance extracted (AVE)</b>
<b>AV</b>	0,607
<b>RP</b>	0,618
<b>HI</b>	0,522
<b>TA</b>	0,655
<b>KI</b>	0,710

Sumber: Data diolah, 2022

Nilai AVE pada tabel 5 menunjukkan konstruk AV, RP, HI, TA dan KI memenuhi prasyarat validitas konvergen. Setelah dilakukannya analisis pada level indikator, selanjutnya dilakukan analisis validitas diskriminan. Berikut ini merupakan nilai akar kuadrat AVE pada setiap indikatornya.

Tabel 6. Akar Kuadrat AVE

	<b>AV</b>	<b>RP</b>	<b>HI</b>	<b>TA</b>	<b>KI</b>
<b>AV</b>	(0,779)				
<b>RP</b>		(0,786)			
<b>HI</b>			(0,722)		
<b>TA</b>				(0,809)	
<b>KI</b>					(0,843)

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel 6 menyajikan nilai akar kuadrat AVE dari semua konstruk dan membuktikan bahwa data yang digunakan didalam penelitian ini sudah memenuhi validitas diskriminan. Pada penelitian ini indikator yang digunakan untuk setiap variabelnya hanya terdiri dari 2 hingga 4 variabel sehingga nilai cronbach's alpha pun akan relatif kecil, oleh karena itu penelitian ini akan lebih melihat nilai composite reliability dalam menentukan apakah sebuah variabel dinyatakan reliabel atau tidak. Nilai parameter reliabilitas indikator ditunjukkan pada tabel 7.

Tabel 7. Nilai parameter reliabilitas setelah penghapusan indikator

<b>Indicators</b>	<b>Cronbach's Alpha</b>	<b>Composite Reliability</b>
<b>AV</b>	0,353 <sup>a</sup>	0,755
<b>RP</b>	0,382 <sup>a</sup>	0,764

<b>HI</b>	0,455 <sup>a</sup>	0,680
<b>TA</b>	0,474 <sup>a</sup>	0,792
<b>KI</b>	0,793	0,880

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel 7 menunjukkan bahwa syarat pengujian reliabilitas terpenuhi karena semua konstruk memiliki nilai diatas 0,7. Tabel 9 menampilkan hasil koefisien jalur dan signifikansi dari setiap jalurnya.

Tabel 8. Nilai Koefisien Jalur dan P-Value

Hipotesis	Jalur	$\beta$
Hipotesis 1	AV $\rightarrow$ TA	0,007
Hipotesis 2	RP $\rightarrow$ TA	0,214**
Hipotesis 3	HI $\rightarrow$ TA	0,424**
Hipotesis 4	TA $\rightarrow$ KI	0,233**

N = 271 (\*\* significance 0.05)

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel 8 menunjukkan bahwa dari 4 jalur hanya terdapat 1 jalur yang tidak signifikan pada level 5% jalur tersebut adalah jalur dari AV ke TA. Jalur tersebut memiliki nilai p-value yang lebih besar dari 0,1. Dari signifikansi jalur diatas juga mengindikasikan bahwa penetapan jalur antar konstruk sudah cukup tepat. Tabel 9 memuat nilai effect size dari variabel prediktor terhadap variabel laten kriterion yang dihasilkan dalam penelitian ini.

Tabel 9. Nilai Koefisien Jalur dan P-Value

Hipotesis	Jalur	Effect Size	Note
Hipotesis 1	AV $\rightarrow$ TA	0,001	Sangat lemah
Hipotesis 2	RP $\rightarrow$ TA	0,068	Lemah
Hipotesis 3	HI $\rightarrow$ TA	0,201	Lemah
Hipotesis 4	TA $\rightarrow$ KI	0,054	Lemah

Sumber: Data diolah, 2022

Tabel 9 menunjukkan bahwa nilai effect size pada model bervariasi dari nilai yang terkecil yakni 0,001 hingga terbesar yakni 0,201. Jika dikelompokkan berdasarkan pengaruhnya terhadap variabel endogen, terdapat 1 jalur yang memiliki pengaruh yang sangat lemah terhadap variabel endogennya masing-masing, selanjutnya terdapat 3 jalur yang tergolong lemah terhadap variabel endogennya. Selanjutnya rangkuman hasil pengujian mediasi dengan metode VAF dapat dilihat pada tabel 10.

Tabel 10. Rangkuman hasil pengujian eksplorasi mediasi dengan metode VAF

Perhitungan VAF	Jalur ke
VAF untuk AV-TA-KI	0,206 (Tidak memediasi)
VAF untuk RP-TA-KI	0,19 (Tidak memediasi)
VAF untuk HI-TA-KI	0,47 Mediasi Parsial

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan tabel 10 dapat disimpulkan bahwa variabel TA tidak memediasi atau tidak menjelaskan hubungan AV terhadap KI dan RP terhadap KI hubungan tersebut hanya sebatas hubungan jalur,

sedangkan TA memediasi secara parsial hubungan antara variabel HI terhadap KI dengan nilai VAF sebesar 0,47 (47%).

### 4.3 Pembahasan

Penelitian ini menggunakan data yang dikumpulkan melalui kuesioner. Pernyataan dibagikan dengan menggunakan 5 skala *likert*. Tahapan awal yang dilakukan adalah dengan mengolah data tersebut dan menghasilkan statistik deskriptif. Berikut ini merupakan statistik deskriptif dari data pada penelitian ini:

Tabel 11 Statistik deskriptif variabel

Indikator	Rata-rata per konstruk	Minimum	Maksimum	Rata-rata per indikator	Std. Deviation
AV1	3,91	1,00	5,00	4,44	0,93
AV2		1,00	5,00	3,38	1,09
RP1	3,85	1,00	5,00	3,75	1,12
RP2		1,00	5,00	3,95	0,94
HI1	3,88	2,00	5,00	4,50	0,70
HI2		1,00	5,00	4,38	0,83
HI3		1,00	5,00	4,04	0,87
HI4		1,00	5,00	3,84	0,95
HI5		1,00	5,00	2,63	1,09
TA1	4,40	1,00	5,00	4,57	0,64
TA2		1,00	5,00	4,22	0,71
KI1	3,18	1,00	5,00	3,21	1,01
KI2		1,00	5,00	3,12	0,97
KI3		1,00	5,00	3,22	1,07

Sumber: Data yang diolah, 2022

Tabel 11 menjelaskan statistik deskriptif untuk semua indikator yang digunakan pada penelitian ini. Indikator AV1 - AV2, RP1 - RP2 dan HI1 - HI5 merupakan indikator untuk mengukur tingkat availability, representativeness dan hindsight heuristics yang dimiliki investor milenial. TA1 dan TA2 merupakan indikator yang mengukur tingkat teknikal anomali yang terdiri dari pernyataan sebagai berikut: informasi pasar penting untuk investasi saham Anda dan Anda menempatkan tren masa lalu saham sebagai pertimbangan untuk investasi Anda dan indikator terakhir yakni KI1 hingga KI3 merupakan indikator yang digunakan untuk mengukur persepsi dari tingkat kinerja investasi yang dirasakan seseorang.

Dapat dilihat dari tabel 8 bahwa dari keseluruhan hipotesis yang diuji berdasarkan data yang terkumpul didapatkan bahwa sebagian besar hipotesis terdukung dan hanya terdapat satu hipotesis yang tidak terdukung yakni hipotesis 1b yang digambarkan pada jalur AV ke TA. Hipotesis 1 tidak terdukung. Dugaan utama peneliti mengenai mengapa hipotesis ini tidak terdukung karena saat investor milenial mendapatkan sejumlah informasi di social media mengenai saham maka saat itu juga investor ingin memaksimalkan profitnya dengan bersikap reaktif dan prediktif terhadap informasi yakni dengan menggunakan analisis teknikal (Kirkpatrick dan Dahlquist, 2011). Sayangnya tidak semua informasi yang investor dapatkan bisa digunakan untuk pengambilan keputusan seperti yang diungkapkan Kirkpatrick dan Dahlquist (2011) investor yang menggunakan analisis teknikal akan bereaksi terhadap kondisi pasar tertentu untuk membuat keputusan mereka.

Sayangnya tidak semua informasi yang investor dapatkan bisa digunakan untuk pengambilan keputusan seperti yang diungkapkan Kirkpatrick dan Dahlquist (2011) investor yang menggunakan

analisis teknikal akan bereaksi terhadap kondisi pasar tertentu untuk membuat keputusan mereka. Dengan kata lain investor yang mengandalkan analisis teknikal dalam pengambilan keputusannya harus melihat kembali kondisi pasar terlebih dahulu,

Terdukungnya hipotesis 2 ini mengkonfirmasi temuan (Abdin et al., 2017) yang menemukan adanya pengaruh positif dari representativeness terhadap terjadinya teknikal anomalies di pasar modal. Terdukungnya hipotesis ini juga memberikan dukungan terhadap teori heuristik yang menyatakan bahwa investor menggunakan sejarah masa lalu untuk membeli “hot stock” dan menghindari saham yang buruk dalam pengambilan keputusannya (Waweru et al., 2008). Hasil ini juga mendukung studi (Rahman & Gan, 2020) (Akhtar et al., 2018) yang menyatakan bahwa perilaku investor milenial cenderung memilih saham hanya berdasarkan saham-saham apa saja yang sering diperbincangkan oleh tokoh atau influencer.

Hipotesis 3 terdukung temuan ini membuktikan bahwa *hindsight* juga merupakan salah satu faktor yang dapat menyebabkan terjadinya teknikal anomalies di pasar modal. Investor milenial yang sering melakukan *trading* dipasar saham, dan mendukung pernyataan (Luděk et al., 2017) yang menyatakan bahwa sebagian besar investor muda merasa mereka dapat mengalahkan pasar (*overconfident*) dengan bantuan analisis teknikal dalam pengambilan keputusan investasi mereka.

Terdukungnya hipotesis 4 mengkonfirmasi temuan (Luděk et al., 2017) yang membuktikan bahwa investor milenial yang menggunakan analisis teknikal dalam penilaian investasinya merasa puas dengan return yang mereka dapatkan dan mendukung temuan (Kaniel et al., 2012) yang menemukan bahwa investor individu mendapatkan abnormal return atas kehadiran anomali di pasar modal. Hasil eksplorasi mediasi dalam penelitian ini menemukan bahwa teknikal anomali tidak mampu menjelaskan hubungan antara AV dan KI karena pengaruh tidak langsung AV ke VA tidak signifikan. TA juga tidak memediasi hubungan antara RP terhadap KI dikarenakan nilai VAF tersebut hanya sebesar 0,19 (19%) atau kurang dari 20%, sedangkan TA memediasi secara parsial hubungan antara variabel HI terhadap KI dengan nilai VAF sebesar 0,47 (47%).

## 5. Simpulan

Masih sedikitnya penelitian yang membahas mengenai anomali yang terjadi dipasar modal yakni teknikal anomali dan dihubungkan dengan keuangan keperilakuan serta kinerja investasi inilah mendorong penulis melakukan penelitian untuk menguji apakah perilaku investor dalam penyederhanaan informasi/heuristik akan berpengaruh terhadap pembentukan anomali tersebut di pasar modal. Penelitian ini mengamati perilaku heuristik pada investor yang dibagi menjadi tiga kelompok heuristik, *availability* (kecenderungan seseorang untuk mengandalkan informasi yang sudah tersedia saja dalam pengambilan keputusan), *representativeness* (kecenderung untuk mengambil jalan pintas dalam mengambil kesimpulan dengan menganggap bahwa sesuatu yang dihadapinya mewakili kelompok tertentu meskipun kelompok itu belum tentu terwakili) dan *hindsight* (kecenderungan seseorang merasa bahwa suatu kejadian dapat diperkirakan sebelumnya hanya dengan melihat kejadian terakhir yang dialaminya) (Asri, 2015). Dari empat hipotesis yang diuji hanya terdapat satu hipotesis yang tidak terdukung yakni hipotesis 1 yang berbunyi *availability* heuristik yang dimiliki investor milenial berpengaruh positif terhadap terjadinya teknikal anomali di pasar modal.

Hasil eksplorasi mediasi dalam penelitian ini menemukan bahwa variabel teknikal anomali tidak mampu menjelaskan hubungan antara variabel *availability*, *representativeness* terhadap kinerja investasi, tetapi teknikal anomali mampu memediasi secara parsial hubungan antara *hindsight* terhadap kinerja investasi. Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan pertama adalah karena masih sangat jarang penelitian yang dilakukan dengan topik yang serupa maka item pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini pun terbatas (hanya terdiri dari 2 hingga 4 item untuk mengukur

masing-masing konstruk). Penelitian dimasa yang akan datang diharapkan mampu mengidentifikasi indikator lain yang mungkin dapat mengukur heuristik, teknikal anomali maupun kinerja investasi.

Keterbatasan kedua adalah karena penelitian ini di desain untuk melihat perilaku investor secara keseluruhan dalam pengambilan keputusan di pasar modal sehingga tidak mampu menangkap secara detail bagaimana perilaku mereka secara terpisah saat menjual maupun membeli saham oleh karena itu penelitian di masa yang akan datang diharapkan mampu menangkap bagaimana perilaku investor secara terpisah baik itu perilaku pembelian saham maupun penjualan saham.

Studi ini hanya mengeksplorasi hubungan/mediasi antara perilaku heuristik investor milenial terhadap kinerja investasinya dan tidak menjadikan pengujian tersebut sebagai tujuan penelitian. Oleh karena itu penelitian dimasa yang akan datang diharapkan mampu menganalisis lebih dalam mengenai variabel mediasi ini karena hasil yang ditemukan ternyata teknikal anomali memediasi secara parsial hubungan antara *hindsight* heuristic terhadap kinerja investasi. Terakhir karakteristik responden dalam penelitian ini terlihat bervariasi, baik *gender*, pendidikan dan pengalaman investasi. Tentu hal ini menarik untuk dibahas karena perilaku seseorang dalam berinvestasi dapat dipengaruhi oleh karakteristik tersebut oleh karena itu disarankan penelitian yang akan datang dapat memfokuskan penelitiannya pada jenis karakteristik investor tertentu yang didasarkan pada *gender*, pendidikan dan pengalaman investasi.

## 6. Daftar Pustaka

- Andrayani, T., Fitriyanti, F., & Terzaghi, M. T. (2018). Pengaruh Perencanaan Pajak, Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan dan Aktiva Pajak Tangguhan Terhadap Praktek Manajemen Laba. *MBIA*, 17(3), 37-48.
- Asri, Marwan. 2015. *Keuangan Keperilakuan*. Yogyakarta: BPFE.
- Abdin, S. Z. ul, Farooq, O., Sultana, N., & Farooq, M. (2017). The impact of heuristics on investment decision and performance: Exploring multiple mediation mechanisms. *Research in International Business and Finance*, 42(July), 674–688. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.010>
- Akhtar, F., Thyagaraj, K. S., & Das, N. (2018). Perceived Investment Performance of Individual Investors is Related to the Big-Five and the General Factor of Personality (GPF). *Global Business Review*, 19(2), 342–356. <https://doi.org/10.1177/0972150917713527>
- Baron, R. M. Baron and Kenny, D. A. (1986). The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182. <https://doi.org/10.1177/1350506818764762>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- Bishop, C. (2006). Participation (Documents of Contemporary Art).
- Davis, R., Campbell, R., Hildon, Z., Hobbs, L., & Michie, S. (2015). Theories of behaviour and behaviour change across the social and behavioural sciences: a scoping review. *Health Psychology Review*, 9(3), 323–344. <https://doi.org/10.1080/17437199.2014.941722>
- Duxbury, D. (2015). Behavioral finance: insights from experiments II: biases, moods and emotions. *Review of Behavioral Finance*, 7(2), 151–175. <https://doi.org/10.1108/RBF-09-2015-0037>
- Dzakiyah, K., Islam, U., & Sunan, N. (2020). *Pengaruh Faktor Kepribadian terhadap Overconfidence dan Risk Taking Investor Saham Syariah Generasi Milenial Di Surabaya*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Feibel, B. J. (2013). *Investment Performance Measurement*. Wiley Finance.
- Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2017). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Thousand Oaks. Sage, 165.
- Immordino-Yang, M. H., Christodoulou, J. A., & Singh, V. (2012). Rest Is Not Idleness: Implications of the Brain's Default Mode for Human Development and Education. *Perspectives on Psychological Science*, 7(4), 352–364. <https://doi.org/10.1177/1745691612447308>

- Ising, A. (2007). Pompian, M. (2006): Behavioral Finance and Wealth Management – How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. In *Financial Markets and Portfolio Management* (Vol. 21, Issue 4). <https://doi.org/10.1007/s11408-007-0065-3>
- Kaniel, R., Liu, S., Saar, G., & Titman, S. (2012). Individual Investor Trading and Return Patterns around Earnings Announcements. *Journal of Finance*, 67(2), 639–680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01727.x>
- Khan, H. H., Naz, I., Qureshi, F., & Ghafoor, A. (2017). Heuristics and stock buying decision: Evidence from Malaysian and Pakistani stock markets. *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 97–110. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.002>
- Kirkpatrick, C., & Dahlquist, J. (2011). *Technical analysis: the complete resource for financial market technicians*. UpperSaddle River.
- Lazuarni, Shafiera and Asri, M. (2020). Does Heuristic Behavior Leave Anomalies in the Capital Market? *Journal of Indonesian Economy and Business*, 34(3), 217–228. <https://doi.org/10.22146/jieb.45652>
- Luděk Benada, I., Vukman, B. A., & Brno, M. (2017). *Investments Based on Technical Analysis* (Issue February).
- Muradoglu, G., & Harvey, N. (2012). Introduction/guest editorial: Behavioural finance: The role of psychological factors in financial decisions. *Review of Behavioral Finance*, 4(2), 68–80. <https://doi.org/10.1108/19405971211284862>
- Prosad, J. M., Kapoor, S., & Sengupta, J. (2015). Behavioral biases of Indian investors: a survey of Delhi-NCR region. In *Qualitative Research in Financial Markets* (Vol. 7, Issue 3). <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2014-0012>
- Rahman, M., & Gan, S. S. (2020). Generation Y investment decision: an analysis using behavioural factors. *Managerial Finance*, 46(8), 1023–1041. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0534>
- Safitri, R. A. (2022). Kesiapan Generasi Milenial Sebagai Role Model di Era New Normal. *Social, Humanities, and Educational Studies (SHEs): Conference Series*, 5(1), 203. <https://doi.org/10.20961/shes.v5i1.57798>
- Sahi, S. K., Arora, A. P., & Dhameja, N. (2013). An Exploratory Inquiry into the Psychological Biases in Financial Investment Behavior. *Journal of Behavioral Finance*, 14(2), 94–103. <https://doi.org/10.1080/15427560.2013.790387>
- Said, R. (2018). Pengaruh Perilaku Investor Terhadap Keputusan Investasi Pada Investor Milenial Makassar. *Jurnal Manajemen Perbankan Keuangan Nitro*, 1(2), 67–75. <https://ojs.nitromks.ac.id/index.php/JMPKN/article/view/7>
- Soekarno, S., & Pranoto, S. (2020). *Influence of Financial Literacy on the Stock Market Participation and Financial Behavior among Indonesian Millennials*. 27, 115–125. <https://doi.org/10.1108/s1571-038620200000027009>
- Tandelilin, E. (2010). *Manajemen Investasi dan Portofolio*. Edisi Pertama, Yogyakarta: Kanisius.
- Tauni, HongXing, I. (2016). *Qualitative Research in Financial Markets Article information: Information Sources and Trading Behavior: Does Investor Personality Matter? Abstract*.
- Tauni, M. Z., Rao, Z. U. R., Fang, H., Mirza, S. S., Memon, Z. A., & Jebran, K. (2017). Do investor's Big Five personality traits influence the association between information acquisition and stock trading behavior? *China Finance Review International*, 7(4), 450–477. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2016-0059>
- Wahasusmiah, R. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Investment Opportunity Set, dan Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan Sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan LQ45. *Jurnal Management, Business, and Accounting*, 21(1), 1–17.
- Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). Bioremediation of isopropyl ether in groundwater. The Effects of Behavioural Factors in Investment Decision-Making: A Survey of Institutional Investors Operating at the Nairobi Stock Exchange, 1(1), 24.
- Widyanti, Y., Rachmat, R. Al, & Mesta, E. S. (2020). (Setahun) Bali United IPO: Analisis Economic Value Added (EVA) dan Market Value Added (MVA). *Mbia*, 19(3), 309–319. <https://doi.org/10.33557/mbia.v19i3.1138>

Wulandari, T. (2022). Analisis Pengaruh Varian dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Return Saham Studi pada perusahaan IDX30 BEL. *Mbia*, 20(3), 235–247.  
<https://doi.org/10.33557/mbia.v20i3.1512>

### **Acknowledgement**

Terima kasih penulis ucapkan kepada Prof. Marwan Asri, M.B.A., Ph.D. atas waktu dan kesediaannya untuk berdiskusi, memberikan saran serta membantu melakukan *face validity* pada kuesioner penelitian.