

## Analysis of Factors Affecting the Decisions of Islamic Stock Investors in Surabaya during the Covid-19 Pandemic

### Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Keputusan Investor Saham Syariah di Surabaya selama Pandemi Covid-19

Ibnu Affan, Clarashinta Canggih 

Program Studi Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Negeri Surabaya, Surabaya,  
Indonesia

ibnu.18067@mhs.unesa.ac.id\*, clarashintacanggih@unesa.ac.id

#### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19. Faktor-faktor tersebut didapatkan melalui *market variables*, *financial literacy*, *herding behavior*, dan *risk tolerance*. Metode penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis yakni analisis faktor konfirmatori. Penelitian ini memakai teknik purposive dan snowball sampling untuk mendapatkan 100 responden melalui kuesioner yang disebar sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Hasil dari penelitian menyatakan bahwa terdapat tiga faktor yang memengaruhi keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19 yakni perilaku herding sebagai faktor utama, pengetahuan investasi sebagai faktor kedua, dan market variables sebagai faktor ketiga.

**Kata Kunci:** Perilaku *Herding*, Pengetahuan Investasi, *Market Variables*, Keputusan Investasi, Pandemi Covid-19.

#### ABSTRACT

*This study aims to determine what factors influence the decisions of Islamic stock investors in Surabaya during the Covid-19 pandemic. These factors are obtained through market variables, financial literacy, herding behavior, and risk tolerance. The research method uses a quantitative approach with analytical techniques, namely confirmatory factor analysis. This study used purposive and snowball sampling to get 100 respondents through questionnaires distributed according to the predetermined criteria. The results found that three factors influence the decisions of Islamic stock investors in Surabaya during the Covid-19 pandemic, i.e., herding behavior as the main factor, investment knowledge as the second factor, and market variables as the third factor.*

**Keywords:** *Herding Behavior*, *Investment Knowledge*, *Market Variables*, *Investment Decisions*, *Covid-19 Pandemic*.

#### Informasi Artikel

Submitted: 12-02-2022

Reviewed: 14-03-2022

Accepted: 26-03-2022

Published: 31-03-2022

<sup>\*)</sup>Korespondensi (Correspondence):  
Ibnu Affan

Open access under Creative  
Commons Attribution-Non  
Commercial-Share A like 4.0  
International Licence  
(CC-BY-NC-SA)

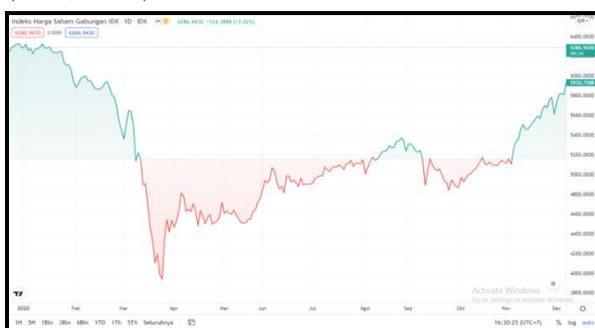


## I. PENDAHULUAN

Awal tahun 2020, dunia dihadapkan dengan sebuah penyakit baru yaitu *Corona Virus Disease 2019* (Covid-19) yang bermula di Wuhan, Tiongkok. Covid-19 dipicu oleh *Severe Acute Respiratory Syndrome Coronavirus 2* (SARS-COV2), yang termasuk kelompok coronavirus yang juga menyebabkan SARS pada tahun 2003. Meski tingkat kematian Covid-19 tidak setinggi SARS, Covid-19 menyebar lebih masif dan cepat ke banyak negara (Kemenkes RI, 2020). Hingga akhir 2020, WHO melaporkan lebih dari 79,2 juta orang terkonfirmasi kasus ini (WHO, 2020). Kejadian tersebut bersifat multidimensional yang mengubah banyak pola dan sektor penting salah satunya yakni menyebabkan kepanikan dan ketidakstabilan sektor keuangan. Tekanan pasar keuangan juga mencapai titik paling pesimisnya saat bursa saham di beberapa negara maju mulai melemah tajam sepanjang tahun 2020. Apabila dilihat dari aspek historis, adanya pandemi ataupun epidemi memiliki dampak yang signifikan terhadap perekonomian khususnya investasi pada suatu negara. Dalam kasus SARS tahun 2003 di Tiongkok, akibat minimnya informasi mengenai karakteristik dari penyakit SARS itu sendiri dan kebijakan pemerintah yang kurang efektif dalam penanganan kasus, memicu

timbulnya pesimisme di kalangan investor untuk berinvestasi yang berdampak pada turunnya pertumbuhan ekonomi Tiongkok sebesar 1% - 2% (Lee, 2004). Begitu pula AIDS tahun 2004 di Sahara Sub-Afrika yang selain menyebabkan kematian 2,3 juta orang, juga membuat negara-negara tersebut kesulitan dalam mendapatkan akses modal untuk pembangunan dari investor khususnya investor asing (Asiedu et al., 2015). Hal tersebut juga terjadi pada kasus MERS tahun 2012 di Semenanjung Arab, dimana banyak investor asing yang menarik dana investasi secara masif dari negara-negara tersebut sehingga memicu sentimen buruk terhadap perekonomian yang mengakibatkan penurunan terhadap PDB di Arab Saudi sebesar 16%, Qatar sebesar 25%, UEA sebesar 12%, dan Kuwait sebesar 32% (Ceylan & Ozkan, 2020). Hal ini mendukung penelitian Dixon et al. (2002) dan DelaCruz (2007) bahwa adanya epidemi memiliki dampak buruk terhadap ekonomi khususnya diakibatkan oleh banyaknya orang yang kehilangan pekerjaan dan adanya pembatasan aktivitas sosial untuk mencegah tingkat penularan sehingga membatasi produktivitas dan laju ekonomi.

Dalam kasus pandemi Covid-19, berbagai kegiatan dan kebijakan guna meminimalisir dampak hal tersebut telah dilakukan oleh berbagai negara, termasuk Indonesia. Pemerintah Indonesia memberlakukan beberapa kebijakan yakni Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) dan menetapkan pandemi Covid-19 ini sebagai bencana nasional. Namun beberapa kebijakan tersebut juga memiliki dampak negatif seperti menimbulkan penurunan aktivitas perekonomian nasional dikarenakan terhambatnya mobilitas di beberapa sektor penting, melemahnya daya beli masyarakat dan melemahnya permintaan agregat yang secara tidak langsung berdampak pada pelaku usaha yang melakukan penundaan terhadap investasi sehingga menimbulkan penurunan khususnya pada pasar saham di Indonesia (Bappenas, 2020). Penurunan pasar saham terlihat pada bursa saham di Indonesia yakni Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang menunjukkan kontraksi terdalam pada Maret 2020 sebesar 27,9 persen (OJK, 2020). Pada gambar 1 menunjukkan grafik IHSG sepanjang 2020. Sedangkan pada gambar 2 untuk Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), selain mengalami penurunan pada bulan Maret, pada akhir tahun 2020 juga mengalami penurunan sebesar 3,12 persen (OJK, 2021).



Sumber: (TradingView.com, 2020)

Gambar 1.

Indeks Harga Saham Gabungan



Sumber: (TradingView.com, 2020)

Gambar 2.

Indeks Saham Syariah Indonesia

Pasar saham syariah juga menjadi sangat penting dalam perkembangan ekonomi mengingat penduduk di Indonesia merupakan mayoritas muslim yang menjadikan hal tersebut sebagai peluang untuk mengembangkan pasar saham syariah. Secara umum, pasar saham memiliki dua fungsi dalam implementasinya yakni sebagai instrumen bagi perusahaan dalam mendapatkan modal dan instrumen masyarakat dalam berinvestasi. Investasi menjadi penting dalam perekonomian Indonesia karena investasi merupakan salah satu komponen dasar dalam Produk Domestik Bruto (PDB) yang merupakan indikator untuk mengetahui kondisi ekonomi sebuah negara. Dalam tinjauan ekonomi islam, investasi merupakan hal yang dianjurkan karena modal yang diinvestasikan memiliki *multiplier effect* atau *istitsmar* yang bermakna bertambah atau berkali-kali lipat (Inayah, 2020). Islam juga mengisyaratkan manusia untuk selalu memikirkan tentang kehidupan di masa depan termasuk salahsatunya yaitu investasi, sebagaimana yang termaktub dalam QS. Al-Hasyr ayat 18 yang berbunyi:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلِنَنْظُرْ نَفْسَ مَا قَدَّمْتُمْ لِغَدٍ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaknya setiap diri memerhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat), dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan.”

Dalam berinvestasi, konsep perlindungan modal menjadi prioritas dan risiko merupakan sesuatu yang harus dihindari. Maka investor harus tahu seperti apa keputusan investasi yang nantinya mereka lakukan. Menurut Virlics (2013), keputusan investasi merupakan proses mengalokasikan dana pada instrumen investasi dengan harapan mendapatkan keuntungan tinggi di masa depan. Dalam pengambilan keputusan, investor memiliki sikap yang rasional dan sikap yang irasional (Wong & Cheung, 1999). Sikap rasional yaitu sikap investor yang mendasarkan keputusan investasinya pada analisis fundamental dan analisis teknikal sesuai dengan data statistik pasar, sedangkan sikap irasional yaitu sikap kesembronoan investor yang bisa dipicu dari berbagai perilaku dan bias psikologis mereka. Adanya pandemi Covid-19 ini juga memicu ambiguitas yang menyebabkan kepanikan dan pergerakan pasar menjadi tidak wajar sehingga investor cenderung tidak berminat untuk berinvestasi dikarenakan berubahnya asumsi pasar (Pepinsky & Wihardja, 2011).

Ada banyak faktor yang memengaruhi keputusan investor, salah satunya yakni *market variables*. *Market variables* dalam pasar saham diidentifikasi sebagai hal-hal yang berkaitan erat dengan perkembangan kondisi sebuah pasar saham. Menurut Luong dan Ha (2011), *market variable* dapat dilihat dari sisi perubahan harga saham, informasi pasar, tren saham di masa lalu, fundamental saham, dan lain-lainnya yang digunakan oleh investor dalam membuat sebuah keputusan investasi. Studi yang dilakukan Ahmed dan Noreen (2021) juga menetapkan *market variables* memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap keputusan berinvestasi saham. Hal ini sejalan dengan penelitian Ghalandari dan Ghahremanpour (2013) dan Luong dan Ha (2011) yang juga menetapkan *market variables* berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investor.

Selain itu, faktor yang dapat memengaruhi keputusan investor ialah *Financial Literacy*. *Financial literacy* diartikan sebagai kecakapan dalam menganalisa, membaca, mengelola, serta berkomunikasi mengenai keadaan keuangan yang dapat memengaruhi kesejahteraan (Vitt et al., 2000). Dalam kaitannya dengan pasar saham bahwa adanya *financial literacy* dimaksudkan untuk mengukur kapasitas dan basis pengetahuan investor dalam melakukan perhitungan yang diperlukan untuk membuat keputusan investasi saham yang bijaksana. Sebagaimana yang dijelaskan oleh Van Rooij et al. (2011) bahwa investor dengan *financial literacy* yang tinggi mempunyai pengaruh yang kuat terhadap keputusan investasi. Hal ini sejalan dengan penelitian Hendarto et al. (2021), namun bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Anita et al. (2021) dan Ullah (2015) yang menyebutkan *financial literacy* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

Adapun faktor lain yang dapat memengaruhi keputusan investor yaitu *Herding behavior*. *Herding behavior* diartikan sebagai kecenderungan sekelompok investor untuk membeli atau menjual saham tertentu sejalan dengan investor lain (Lakonishok et al., 1992). *Herding behavior* lebih sering terjadi pada situasi pasar yang mengalami tekanan atau kondisi pasar ekstrim yang ditunjukkan oleh meningkatnya ketidakpastian dan fluktuasi pasar yang signifikan. Studi yang dilakukan oleh Luong dan Ha (2011) menunjukkan bahwa *herding behavior* menjadi salah satu faktor yang menentukan keputusan investor. Hal tersebut juga sejalan dengan penelitian Ahmed dan Noreen (2021) yang menyebutkan *herding behavior* berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi.

Faktor selanjutnya yakni *Risk tolerance* yang didefinisikan sebagai kesediaan individu untuk menerima risiko ataupun perubahan negatif dalam nilai suatu investasi yang diekspektasikan (Grable & Lytton, 1999). Investor dalam kaitannya dengan risiko dikategorikan menjadi tiga yakni investor yang bersikap selalu menghindari risiko, investor yang netral dalam menyikapi risiko, dan investor yang suka mengambil risiko (Pak & Mahmood, 2015). Studi yang dilakukan Hendarto et al (2021) terhadap milenial di Indonesia menunjukkan adanya pengaruh signifikan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi. Hal tersebut juga didukung oleh penelitian Anita et al. (2021) yang menyebutkan bahwa *risk tolerance* berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan investasi.

Berdasarkan faktor-faktor tersebut maka dilakukanlah penelitian yang berlokasi di Surabaya. Hal ini dikarenakan jumlah Galeri Investasi yang ada di Surabaya merupakan Galeri Investasi terbanyak se-Jawa Timur dengan 20 Galeri Investasi yang tersebar di beberapa universitas di Surabaya (BEI, 2021). Adapun objek penelitian ini yakni investor saham syariah dikarenakan menurut

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) per Juni 2021, jumlah investor syariah yang memakai Sistem Online Trading Syariah (SOTS) sebanyak 99.383 investor, dengan pertumbuhan sebesar 15,71% dibanding tahun 2020 (OJK, 2021). Tentu hal ini merupakan fenomena menarik untuk ditindaklanjuti.

Penelitian ini merupakan tindak lanjut untuk melengkapi beberapa penelitian sebelumnya oleh Anita et al. (2021) yang melakukan penelitian terhadap faktor yang memengaruhi keputusan investor saham yang terdaftar di PT Investindo Nusantara Sekuritas selama pandemi Covid-19. Didapatkan hasil bahwa faktor *financial literacy*, *risk tolerance*, *analysis of stock*, dan *advocate recommendations* memengaruhi keputusan investasi. Selain penelitian tersebut terdapat penelitian oleh Putri dan Isbanah (2020) tentang faktor yang memengaruhi keputusan investasi saham di Surabaya. Didapatkan hasil bahwa faktor *herding* berpengaruh terhadap keputusan investasi dan *financial literacy*, *risk averse*, *risk perception*, serta *demographic factors* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Selanjutnya terdapat penelitian oleh Fridana dan Asandimitra (2020) terhadap faktor yang memengaruhi keputusan investasi pada mahasiswi di Surabaya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor *financial literacy*, *overconfidence*, *herding*, *risk tolerance*, dan *risk perception* berpengaruh terhadap keputusan investasi. Penelitian selanjutnya yakni oleh Darmawan & Anwar (2019) yang melakukan penelitian terhadap faktor yang memengaruhi keputusan investasi di pasar modal syariah. Didapatkan hasil bahwa *financial literacy*, *information asymmetry*, *personal value*, dan *risk aversion* berpengaruh terhadap keputusan investasi. Dan yang terakhir yakni penelitian oleh Rivo dan Ratnasari (2020) tentang faktor yang memengaruhi perilaku investor muslim dalam keputusan berinvestasi saham syariah. Didapatkan hasil bahwa faktor analisis teknikal tren saham, menghindari investasi dengan bisnis non-halal, rekomendasi komunitas, deviden, dan kerugian akibat kabar buruk emiten berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Penelitian ini menggabungkan beberapa variabel dari penelitian sebelumnya yakni *herding behavior*, *financial literacy*, dan *risk tolerance* serta menambahkan variabel baru yaitu *market variables*. *Market variables* menjadi faktor untuk mengetahui sikap dan reaksi investor terhadap perubahan harga saham yang fluktuatif, informasi saham dalam hal mengetahui isu seputar pasar saham yang bersifat abnormal, pertimbangan tren untuk memprediksi pergerakan harga di masa depan, dan fundamental saham untuk mempelajari kondisi perusahaan selama pandemi. Selain itu penelitian ini juga lebih komprehensif karena menggunakan objek penelitian yang cukup berbeda dari penelitian sebelumnya pada investor di Surabaya yaitu investor saham syariah dan fenomena yang diangkat yakni pandemi Covid-19 yang merupakan bencana nasional yangmana berdampak besar terhadap kehidupan masyarakat khususnya investor.

## II. KAJIAN LITERATUR

### Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah sebuah proses mengalokasikan dana pada instrumen investasi untuk memenuhi kebutuhan dalam jangka pendek, jangka menengah, dan jangka panjang dengan harapan mendapatkan keuntungan yang tinggi (Virlics, 2013). Dalam kaitannya dengan pasar saham, keputusan investasi berhubungan langsung dengan keputusan investor itu sendiri. Keputusan investor dikategorikan menjadi dua yakni keputusan rasional yang didasarkan pada analisis fundamental dan analisis teknikal berdasarkan data statistik pasar serta keputusan irasional yang didasarkan pada perilaku dan bias psikologis investor (Wong & Cheung, 1999).

### Market Variables

*Market variables* dalam pasar saham didefinisikan sebagai hal-hal yang berkaitan erat dengan perkembangan kondisi sebuah pasar saham meliputi perubahan harga saham, informasi pasar saham, tren saham di masa lalu, dan fundamental saham (Luong & Ha, 2011). *Market variables* juga memiliki peran penting dalam dinamika pasar saham khususnya pasar saham pada negara berkembang dikarenakan negara berkembang masih terdapat ketidakjelasan informasi pasar, rendahnya kesadaran dalam melakukan analisis saham, serta rendahnya tingkat pendidikan investor sehingga hal tersebut berpengaruh terhadap keputusan investasi yang dibuat (Economou et al., 2011). Maka dari itu dalam membuat keputusan investasi, *market variables* menjadi suatu katalis utama yang harus diperhatikan (Ghalandari & Ghahremanpour, 2013; Luong & Ha, 2011).

H1: *Market Variables* berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19

### **Financial Literacy**

*Financial literacy* didefinisikan sebagai kecakapan seseorang dalam menganalisa, membaca, mengelola, serta berkomunikasi mengenai keadaan keuangan yang dapat memengaruhi kesejahteraan (Vitt et al., 2000). Orang-orang yang memiliki *financial literacy* yang baik cenderung berhasil dalam mencapai tujuan keuangannya serta memiliki kemampuan dalam memitigasi risiko dari guncangan ekonomi (Zulfiqar & Bilal, 2016). Sedangkan orang-orang yang tidak memiliki *financial literacy* yang baik cenderung tidak sadar saat mengalami kesalahan dalam perencanaan keuangan bahkan tidak mampu mengatasi apabila terjadi guncangan ekonomi secara tiba-tiba (Hung et al., 2011). Dalam kaitannya dengan pasar saham, investor yang memiliki *financial literacy* tinggi lebih suka menggunakan indikator yang bervariasi termasuk laporan keuangan perusahaan dalam membuat keputusan investasi dibandingkan investor yang memiliki *financial literacy* rendah yang hanya mengandalkan rekomendasi dari kerabat ataupun manajer investasi (Al-Tamimi & Kalli, 2009). Hal ini didukung oleh penelitian Hendaro et al. (2021) yang menyebutkan bahwa *financial literacy* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

H2: *Financial Literacy* berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19

### **Herding Behavior**

*Herding behavior* merupakan kecenderungan sekelompok investor untuk membeli atau menjual saham tertentu sejalan dengan investor lain (Lakonishok et al., 1992). Tujuan investor melakukan *herding behavior* yakni untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal serta meminimalisir terjadinya kerugian dalam membeli ataupun menjual saham. *Herding behavior* lebih sering terjadi pada kondisi pasar saham yang ekstrim dengan informasi bersifat abnormal yang ditunjukkan oleh meningkatnya ketidakpastian dan fluktuasi di pasar saham (Economou et al., 2018). Kondisi ini mengakibatkan banyak investor cenderung mengabaikan informasi pribadi dan lebih mengandalkan informasi yang diambil oleh sebagian besar investor (Mahmood et al., 2016). Hal ini sejalan dengan penelitian Waweru et al. (2008) yang menyebutkan bahwa *herding behavior* berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi.

H3: *Herding behavior* berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19

### **Risk Tolerance**

*Risk tolerance* merupakan kemampuan investor untuk menerima risiko ataupun perubahan negatif terhadap nilai suatu investasi ataupun hasil berbeda dari apa yang diekspektasikan (Grable & Lytton, 1999). Risiko terjadi disebabkan oleh ketidakmampuan seseorang untuk mengontrol dan mengidentifikasi permasalahan sebuah peristiwa serta keterbatasan seseorang untuk memproses sebuah informasi (Chavas, 2004). Adapun tingkatan *risk tolerance* pada investor diklasifikasikan menjadi tiga kategori yakni investor yang bersikap selalu menghindari risiko, investor yang netral dalam menyikapi risiko, dan investor yang suka mengambil risiko (Pak & Mahmood, 2015). Investor mengambil risiko juga bergantung pada interpretasi dan persepsi yang memengaruhi mereka dalam melakukan keputusan investasi (Sitkin & Pablo, 1992). *Risk tolerance* juga disebutkan berperan penting dalam menentukan keputusan investasi saham (Keller & Siegrist, 2006; Kiev, 2003).

H4: *Risk tolerance* berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19

## **III. METODE PENELITIAN**

Penelitian ini memakai pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian konklusif kausalitas dengan maksud untuk menguji hipotesis dan menemukan bukti ada atau tidaknya pengaruh antara variabel *market variables*, *financial literacy*, *herding behavior*, dan *risk tolerance* terhadap keputusan investasi. Adapun sumber data yang digunakan yakni data primer yang didapatkan melalui kuesioner. Dalam hal mengukur jawaban dari responden, maka digunakanlah skala *likert* yang berisi lima tingkatan respon. Penelitian ini menggunakan teknik *purposive* dan *snowball sampling*. Teknik

*purposive sampling* yang digunakan yakni didasarkan pada karakteristik dari suatu populasi yang diteliti yaitu 1) termasuk investor saham syariah berusia >17 tahun, 2) terdaftar pada perusahaan sekuritas di Surabaya, dan 3) berinvestasi selama pandemi Covid-19. Sedangkan teknik *snowball sampling* yakni dengan mengakses informasi dari subjek penelitian potensial yakni investor, komunitas saham dan perusahaan sekuritas di Surabaya untuk mendapatkan subjek penelitian lain yang lebih banyak.

Adapun dalam penentuan ukuran sampel mengacu pada rumus Hair et al. (2010) yakni 5 hingga 10 kali jumlah indikator yang diestimasi. Pada penelitian ini, jumlah sampel didapatkan dari 6 dikali jumlah indikator yakni 16 indikator, sehingga didapatkan 96 orang yang kemudian dibulatkan menjadi 100 orang. Metode analisis yang digunakan yakni analisis faktor konfirmatori yang bertujuan untuk menguji apakah indikator-indikator yang telah dikelompokkan berdasarkan variabel latennya (konstruknya) konsisten berkorelasi dalam konstruknya tersebut atau tidak (Bachrudin & Tobing, 2003). Pada analisis faktor, proses yang dilakukan diantaranya yakni uji korelasi, ekstraksi faktor, pembentukan jumlah faktor dengan variabel di dalamnya, rotasi faktor, dan interpretasi faktor.

### Definisi Operasional

#### Keputusan Investasi

Keputusan Investasi merupakan proses mengalokasikan dana pada instrumen investasi dengan harapan mendapatkan keuntungan tinggi di masa mendatang. *Market Variables* merupakan hal-hal yang memiliki keterkaitan dengan kondisi sebuah pasar saham. Indikator *market variables* dalam penelitian ini mengadaptasi dari penelitian Luong dan Ha (2011), yakni perubahan harga saham, informasi pasar saham, tren saham di masa lalu, dan fundamental saham. *Financial Literacy* merupakan kemampuan seseorang untuk melakukan proses yang berkaitan dengan keuangan seperti membaca, menganalisa, mengelola dan berkomunikasi tentang kondisi keuangan yang memengaruhi kesejahteraannya. Adapun indikator *financial literacy* dalam penelitian ini mengadaptasi dari penelitian Chen dan Volpe (1998), yakni pengetahuan umum tentang keuangan, simpanan dan pinjaman, asuransi, dan investasi.

*Herding Behavior* merupakan perilaku seorang atau beberapa investor yang mendasarkan keputusan membeli atau menjual saham tertentu sesuai dengan keputusan investor lain. Adapun indikator yang digunakan mengadaptasi dari penelitian Luong dan Ha (2011), yakni keputusan membeli dan menjual saham berdasarkan investor lain, pilihan saham investor lain, volume saham yang diperdagangkan investor lain, dan kecepatan reaksi dalam mengikuti keputusan investor lain. *Risk Tolerance* adalah kesediaan investor untuk menerima risiko ataupun perubahan negatif terhadap nilai suatu investasi yang diekspektasikan. Adapun indikator *risk tolerance* yang digunakan dalam penelitian ini mengadaptasi dari penelitian Grable dan Lytton (1999), yakni risiko investasi, pilihan antara pasti rugi atau pasti untung, risiko spekulasi, dan *general risk choice*.

## IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

### Karakteristik Responden

Responden mempunyai kriteria meliputi investor saham syariah di atas 17 tahun, terdaftar pada perusahaan sekuritas di Surabaya, dan berinvestasi selama pandemi Covid-19. Adapun jumlah responden penelitian ini sebanyak 100 orang. Berikut merupakan hasil karakteristik responden berdasarkan jenis kelamin dan pendidikan terakhir:

Tabel 1.  
Karakteristik Responden

Identitas Responden		Jumlah	Persentase
Jenis Kelamin	Laki-Laki	28	28 %
	Perempuan	72	72 %
	Total	100	100 %
Pendidikan Terakhir	SMP	1	1 %
	SMA/MA	76	76 %
	Sarjana (S1)	22	22 %
	Magister (S2)	1	1 %
	Total	100	100 %

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Penelitian ini didominasi oleh responden dengan jenis kelamin perempuan yakni 72 responden dengan persentase 72% dan didominasi dengan tingkat pendidikan SMA/MA yakni sebanyak 76 responden dengan persentase 76%.

### Deskripsi Variabel

Tabel 2.  
Deskripsi Variabel

Variabel	Item Pernyataan Kuesioner	Sumber
<i>Market Variables</i>	a. Saya mempertimbangkan perubahan harga saham	(Luong & Ha, 2011)
	b. Saya menganggap penting informasi seputar pasar saham	
	c. Saya mempertimbangkan tren saham di masa lalu	
	d. Saya mempertimbangkan fundamental suatu saham	
<i>Financial Literacy</i>	a. Saya menganggap bahwa membuat anggaran pemasukan dan pengeluaran uang itu penting untuk kesejahteraan finansial	(Chen & Volpe, 1998)
	b. Saya memilih menggunakan uang tabungan daripada meminjam uang untuk berinvestasi saham	
	c. Saya mengetahui bahwa memiliki asuransi dapat mengendalikan risiko investasi	
	d. Saya mengetahui bahwa investasi saham dapat memberikan keuntungan dalam jangka panjang	
<i>Herding Behavior</i>	a. Saya mengikuti keputusan investor lain dalam hal membeli dan menjual saham	(Luong & Ha, 2011)
	b. Saya menjadikan pilihan saham investor lain sebagai saham yang nantinya saya investasikan	
	c. Saya mengikuti keputusan investor lain dalam hal penentuan volume saham yang diinvestasikan	
	d. Saya bereaksi cepat dalam mengikuti perubahan keputusan investor lain	
<i>Risk Tolerance</i>	a. Saya memilih instrumen investasi dengan risiko yang dapat saya tanggung	(Grable & Lytton, 1999)
	b. Saya mempertimbangkan keputusan investasi berdasarkan perbandingan jumlah keuntungan dan jumlah kerugian yang didapatkan	
	c. Saya cenderung menghindari spekulasi dalam berinvestasi saham	
	d. Saya lebih memilih berinvestasi pada saham dengan risiko rendah	

Sumber: data diolah peneliti (2022)

### Uji Instrumen Penelitian

#### Uji Validitas

Instrumen penelitian dinyatakan valid apabila R hitung setiap indikator lebih besar dari R tabel (Ghozali, 2005). Tabel 3 menunjukkan hasil bahwa instrumen penelitian dinyatakan valid karena R hitung setiap indikator lebih besar dari R tabel, sehingga indikator setiap variabel dinyatakan layak untuk digunakan dalam penelitian.

Tabel 3.  
Uji Validitas

Variabel	Indikator	R Hitung	R tabel	Keterangan
<i>Market Variables</i>	1	0,710	0,1966	Valid
	2	0,767	0,1966	Valid
	3	0,722	0,1966	Valid
	4	0,753	0,1966	Valid
<i>Financial Literacy</i>	1	0,792	0,1966	Valid
	2	0,732	0,1966	Valid
	3	0,724	0,1966	Valid
	4	0,798	0,1966	Valid
<i>Herding Behavior</i>	1	0,931	0,1966	Valid
	2	0,930	0,1966	Valid
	3	0,933	0,1966	Valid
	4	0,908	0,1966	Valid

<i>Risk Tolerance</i>	1	0,785	0,1966	Valid
	2	0,725	0,1966	Valid
	3	0,765	0,1966	Valid
	4	0,669	0,1966	Valid

Sumber: data diolah peneliti (2022)

### Uji Reliabilitas

Instrumen penelitian dapat dikatakan reliabel jika mempunyai nilai *Cronbach Alpha* di atas 0,60 (Ghozali, 2005). Tabel 4 menunjukkan hasil bahwa instrumen penelitian dinyatakan reliabel karena nilai *Cronbach Alpha* setiap variabel di atas 0,60, sehingga indikator setiap variabel dapat dikatakan konstan dan dapat diandalkan untuk digunakan dalam penelitian.

Tabel 4.

#### Uji Reliabilitas

Variabel	<i>Cronbach Alpha</i>	Ketentuan	Keterangan
<i>Market Variables</i>	0,716	0,60	Reliabel
<i>Financial Literacy</i>	0,751	0,60	Reliabel
<i>Herding Behavior</i>	0,943	0,60	Reliabel
<i>Risk Tolerance</i>	0,711	0,60	Reliabel

Sumber: data diolah peneliti (2022)

### Hasil Analisis Faktor

#### Uji Korelasi

#### *Kaiser Meyer Olkin (KMO) and Bartlett's Test*

Dalam hal menguji kelayakan model faktor, syarat uji KMO MSA adalah  $> 0,50$ , sedangkan syarat untuk *Bartlett's Test of Sphericity* (Sig) yaitu  $< 0,05$  (Ghozali, 2001). Pada tabel 5 menunjukkan nilai KMO MSA yakni 0,838, sedangkan *Bartlett's Test of Sphericity* (Sig) yakni 0,000. Maka dapat disimpulkan variabel tersebut layak dan dapat dianalisis lebih lanjut.

Tabel 5.

#### *KMO and Bartlett's Test*

Kaiser Meyer Olkin Measure of Sampling Adequacy		0,838
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi Square	847.224
	df	120
	Sig	0,000

Sumber: data diolah peneliti (2022)

#### *Measure of Sampling Adequacy Test*

Dalam hal mengukur kecukupan sampel dari setiap variabel, maka dilakukan uji *Measure of Sampling Adequacy* (MSA). Adapun syaratnya yaitu nilai MSA  $> 0,50$ . Pada tabel 6, nilai MSA secara keseluruhan  $> 0,50$ . Maka dapat disimpulkan bahwa setiap variabel dapat dianalisa lebih lanjut.

Tabel 6.

#### Uji *Measure of Sampling Adequacy*

Variabel	Angka MSA	Kriteria MSA	Keterangan
MV_1	0,905	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
MV_2	0,849	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
MV_3	0,853	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
MV_4	0,873	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
FL_1	0,873	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
FL_2	0,854	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
FL_3	0,814	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
FL_4	0,819	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
HB_1	0,833	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
HB_2	0,777	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
HB_3	0,817	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
HB_4	0,822	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
RT_1	0,830	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
RT_2	0,856	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
RT_3	0,890	$> 0,50$	Dapat Dianalisis
RT_4	0,764	$> 0,50$	Dapat Dianalisis

Sumber: data diolah peneliti (2022)

### Ekstraksi faktor

Selanjutnya yakni ekstraksi faktor yang ditunjukkan oleh tabel 7 yang bertujuan untuk mengetahui apakah nilai varians setiap variabel dapat dijelaskan oleh faktor atau tidak. Variabel dikatakan mampu dijelaskan oleh faktor apabila memiliki nilai *Extraction* > 0,50 (Ghozali, 2001).

Tabel 7.  
*Communalities*

	Initial	Extraction
MV_1	1,000	0,500
MV_2	1,000	0,660
MV_3	1,000	0,549
MV_4	1,000	0,565
FL_1	1,000	0,615
FL_2	1,000	0,598
FL_3	1,000	0,325
FL_4	1,000	0,648
HB_1	1,000	0,859
HB_2	1,000	0,882
HB_3	1,000	0,886
HB_4	1,000	0,805
RT_1	1,000	0,611
RT_2	1,000	0,518
RT_3	1,000	0,462
RT_4	1,000	0,368

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Pada tabel 7 menunjukkan bahwa terdapat empat variabel yang tidak memiliki nilai *extraction* > 0,50. Apabila variabel tersebut tidak memenuhi ketentuan, maka harus dilakukan uji ulang dan menghilangkan variabel yang tidak memenuhi ketentuan tersebut.

### Uji Ulang Korelasi

#### *Kaiser Meyer Olkin (KMO) and Bartlett's Test*

Pada tabel 8 menunjukkan nilai *KMO MSA* yakni 0,829, sedangkan *Barlett's Test of Sphericity* (Sig) yakni 0,000. Maka dapat disimpulkan variabel tersebut layak dan dapat dianalisa lebih lanjut.

Tabel 8.  
*KMO and Bartlett's Test*

Kaiser Meyer Olkin Measure of Sampling Adequacy		0,829
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi Square	667,708
	df	66
	Sig	0,000

Sumber: data diolah peneliti (2022)

#### *Measure of Sampling Adequacy Test*

Pada tabel 9, keseluruhan nilai *MSA* menunjukkan nilai *MSA* > 0,50. Maka disimpulkan dapat dilanjutkan ke proses selanjutnya.

Tabel 9.  
*Uji Measure of Sampling Adequacy*

Variabel	Angka MSA	Kriteria MSA	Keterangan
MV_2	0,833	> 0,50	Dapat Dianalisis
MV_3	0,791	> 0,50	Dapat Dianalisis
MV_4	0,852	> 0,50	Dapat Dianalisis
FL_1	0,841	> 0,50	Dapat Dianalisis
FL_2	0,842	> 0,50	Dapat Dianalisis
FL_4	0,759	> 0,50	Dapat Dianalisis
HB_1	0,850	> 0,50	Dapat Dianalisis
HB_2	0,818	> 0,50	Dapat Dianalisis
HB_3	0,833	> 0,50	Dapat Dianalisis
HB_4	0,880	> 0,50	Dapat Dianalisis
RT_1	0,793	> 0,50	Dapat Dianalisis

Variabel	Angka MSA	Kriteria MSA	Keterangan
RT_2	0,823	> 0,50	Dapat Dianalisis

Sumber: data diolah peneliti (2022)

### Uji Ulang Ekstraksi faktor

Tahap selanjutnya yakni dilakukan uji ulang ekstraksi faktor berikut:

Tabel 10.

Hasil Uji Ulang *Communalities*

	Communalities	
	Initial	Extraction
MV_2	1,000	0,645
MV_3	1,000	0,621
MV_4	1,000	0,585
FL_1	1,000	0,635
FL_2	1,000	0,610
FL_4	1,000	0,665
HB_1	1,000	0,864
HB_2	1,000	0,876
HB_3	1,000	0,883
HB_4	1,000	0,813
RT_1	1,000	0,645
RT_2	1,000	0,584

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Setelah dilakukan uji ulang ekstraksi faktor maka terdapat 12 variabel yang memiliki nilai *extraction* > 0,50. Sebagai contoh pada tabel 10, variabel MV\_2 memiliki nilai 0,645, artinya sebesar 64,5% varians dari variabel MV\_2 dapat dijelaskan oleh faktor yang terbentuk dan begitupun berlaku pada variabel berikutnya. Berdasarkan nilai-nilai tersebut menunjukkan bahwa faktor yang nantinya terbentuk dapat menjelaskan keseluruhan varians di atas 50 % dan selanjutnya dapat dilakukan analisis lebih lanjut.

### Pembentukan Jumlah Faktor

Adapun ketentuan dalam menentukan berapa banyak jumlah faktor yang terbentuk, maka nilai *Eigenvalue* (Total) harus > 1 (Ghozali, 2001). Hasil tersebut terlihat pada tabel 11 berikut :

Tabel 11.

*Total Variance Explained*

Total	% of Variance	Cumulative %
4,457	37,141	37,141
2,835	23,629	60,770
1,135	9,455	70,224
0,807	6,726	76,950
0,601	5,010	81,960
0,524	4,364	86,325
0,468	3,897	90,222
0,368	3,063	93,285
0,288	2,400	95,685
0,240	1,996	97,681
0,148	1,236	98,917
0,130	1,083	100,00

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Pada tabel 11 menunjukkan bahwa terdapat tiga faktor yang terbentuk dari 12 variabel yang ada. Faktor pertama memiliki nilai *Eigenvalues* sebesar 4,457, faktor kedua sebesar 2,835, dan faktor ketiga sebesar 1,135. Berdasarkan nilai-nilai dan ketentuan tersebut maka terdapat tiga faktor yang memiliki nilai *Eigenvalues* > 1. Selanjutnya, untuk mengetahui variabel masuk ke dalam faktor yangmana, maka dilakukanlah proses pendistribusian variabel pada ketiga faktor yang terbentuk. Adapun tahap tersebut ditunjukkan pada tabel 12 *Component Matrix* berikut:

Tabel 12.

*Component Matrix*

	Component Matrix		
	Component		
	1	2	3
MV_2	0,633	0,280	0,406
MV_3	0,420	0,211	0,633
MV_4	0,500	0,479	0,325
FL_1	0,575	0,339	-0,435
FL_2	0,673	0,300	-0,260
FL_4	0,553	0,430	-0,417
HB_1	0,675	-0,639	0,011
HB_2	0,636	-0,682	-0,081
HB_3	0,694	-0,629	0,075
HB_4	0,622	-0,652	-0,018
RT_1	0,640	0,480	0,075
RT_2	0,634	0,411	-0,116

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Pada tabel 12 *Component Matrix*, terdapat angka-angka yang menunjukkan nilai korelasi antara suatu variabel dengan faktor yang terbentuk. Korelasi dianggap kuat apabila memiliki nilai lebih dari 0,5 (Ghozali, 2001). Dalam menentukan pendistribusian variabel, maka dilakukan perbandingan besar korelasi seperti contoh berikut:

## 1. Pada variabel MV\_2

- Korelasi variabel MV\_2 dengan faktor 1 sebesar 0,633 (korelasi kuat)
- Korelasi variabel MV\_2 dengan faktor 2 sebesar 0,280 (korelasi lemah)
- Korelasi variabel MV\_2 dengan faktor 3 sebesar 0,406 (korelasi lemah)

Oleh karena *factor loadings* terbesar ada pada faktor 1, maka variabel MV\_2 termasuk ke dalam faktor 1. Begitupun berlaku pada variabel selanjutnya. Namun berbeda hal apabila terdapat variabel yang tidak memiliki angka *factor loadings* > 0,5 seperti contoh berikut:

## 2. Pada variabel MV\_4

- Korelasi variabel MV\_4 dengan faktor 1 sebesar 0,500 (korelasi lemah)
- Korelasi variabel MV\_4 dengan faktor 2 sebesar 0,479 (korelasi lemah)
- Korelasi variabel MV\_4 dengan faktor 3 sebesar 0,325 (korelasi lemah)

Oleh karena terdapat variabel MV\_4 yang belum jelas termasuk ke dalam faktor yang mana, maka dilakukanlah rotasi faktor untuk memastikan suatu variabel benar-benar termasuk ke dalam faktor yang mana.

**Rotasi Faktor**

Rotasi faktor bertujuan untuk mengonfirmasi suatu variabel termasuk bagian dari faktor yang mana. Metode rotasi faktor yang digunakan adalah metode *varimax* dengan hasil yang ditunjukkan pada tabel 13 berikut:

Tabel 13.

*Rotated Component Matrix*

	Rotated Component Matrix		
	Component		
	1	2	3
MV_2	0,173	0,292	0,728
MV_3	0,094	-0,12	0,783
MV_4	-0,065	0,358	0,673
FL_1	0,097	0,789	0,048
FL_2	0,187	0,725	0,220
FL_4	0,012	0,811	0,086
HB_1	0,920	0,093	0,090
HB_2	0,930	0,103	-0,017
HB_3	0,924	0,072	0,154

HB_4	0,898	0,071	0,037
RT_1	0,023	0,595	0,539
RT_2	0,075	0,671	0,358

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Sesuai dengan hasil uji rotasi faktor yang telah dilakukan, maka variabel tersebut mengelompok ke dalam tiga faktor yakni :

1. Faktor 1: HB\_1, HB\_2, HB\_3, HB\_4
2. Faktor 2: FL\_1, FL\_2, FL\_4, RT\_1, RT\_2
3. Faktor 3: MV\_2, MV\_3, MV\_4

Proses selanjutnya yakni melakukan uji *component transformation matrix*. Adapun ketentuannya yakni apabila nilai korelasi faktor  $>0,50$ , maka faktor tersebut dapat dikatakan layak untuk merangkum keseluruhan variabel yang dianalisis (Ghozali, 2001). Adapun hasil uji *component transformation matrix* yakni sebagai berikut:

Tabel 14.  
*Component Transformation Matrix*

Component	1	2	3
1	0,624	0,623	0,471
2	-0,781	0,502	0,370
3	-0,006	-0,599	0,800

Sumber: data diolah peneliti (2022)

Pada tabel 14 menunjukkan nilai yang ada pada diagonal tabel memiliki nilai keseluruhan lebih dari 0,5, yakni komponen 1 dengan 1 sebesar 0,624, komponen 2 dengan 2 sebesar 0,502, dan komponen 3 dengan 3 sebesar 0,800. Maka hal tersebut memastikan bahwa ketiga faktor tersebut tepat dikarenakan memiliki korelasi yang tinggi dengan nilai  $> 0,5$ .

## Interpretasi Faktor

### Faktor Perilaku *Herding*

Faktor Perilaku *Herding* berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19. Faktor ini terdiri dari keputusan membeli dan menjual saham berdasarkan investor lain, pilihan saham investor lain, volume saham investor lain yang diperdagangkan, dan kecepatan reaksi dalam mengikuti keputusan investor lain. Dalam penelitian ini, investor cenderung berperilaku *herding*, yakni dengan mengabaikan informasi pribadi dan lebih memilih mengandalkan informasi yang diambil dari sebagian besar investor di pasar saham dengan harapan mendapatkan keuntungan yang jauh lebih besar serta dapat meminimalisir adanya kerugian, khususnya di masa pandemi ini. Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian Salvatore dan Esra (2020) yang dilakukan pada investor di Jakarta dengan hasil bahwa perilaku *herding* tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi. Namun hasil ini sejalan dengan penelitian Ramdani (2018) yang menyatakan perilaku *herding* berpengaruh terhadap keputusan investor di Yogyakarta. Hal ini memiliki kesamaan karena mayoritas responden adalah mahasiswa yang mana belum memiliki kesiapan finansial yang baik.

Adapun jika dikorelasikan dengan isu nasional, penelitian Hadrian dan Adiputra (2020) juga menunjukkan bahwa perilaku *herding* berpengaruh terhadap keputusan investor di Indonesia selama pandemi, dikarenakan tingginya volatilitas harga saham yang menyebabkan investor cenderung berperilaku *herding* untuk mengurangi kerugian. Hal ini juga didukung oleh penelitian Economou et al (2018) yang menyebutkan bahwa perilaku *herding* lebih sering terjadi pada suatu pasar saham yang cukup ekstrim dengan informasi yang bersifat abnormal yang ditunjukkan dengan adanya ketidakpastian dan fluktuasi harga saham. Maka, faktor ini merupakan faktor terkuat yang mendasari keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19 dengan variansi sebesar 37,14%.

### Faktor Pengetahuan Investasi

Faktor Pengetahuan Investasi berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19. Faktor ini terdiri dari pengetahuan umum tentang keuangan, pengetahuan simpanan dan pinjaman, pengetahuan seputar investasi, risiko tentang investasi, dan pilihan antara pasti rugi dan pasti untung. Faktor ini merupakan gabungan beberapa indikator dari

*financial literacy* dan *risk tolerance* yang membentuk faktor baru. Adanya faktor ini sejalan dengan penelitian Saputro dan Lestari (2019) pada investor di Jakarta yang menyebutkan bahwa pengetahuan keuangan dan investasi berpengaruh terhadap keputusan investor. Adanya kesamaan tersebut karena didukung oleh karakteristik responden yang merupakan mayoritas investor dengan tingkat pendidikan antara SMA/MA sampai dengan Sarjana (S1) yang mana dapat dikatakan sebagai investor dengan literasi yang cukup baik mengenai investasi. Penyebab literasi yang cukup baik di Surabaya juga tidak terlepas dari pengaruh banyaknya sekuritas ataupun galeri investasi yang ada di Surabaya dan hal tersebut juga memiliki keterkaitan dengan adanya program edukasi dari pemerintah seperti Sekolah Pasar Modal (SPM) tentang bagaimana cara berinvestasi yang baik dan benar.

Adapun jika dikorelasikan dengan isu nasional, indeks literasi keuangan Indonesia dalam lingkup literasi pasar modal, mengalami peningkatan dari 4,4% pada tahun 2016 menjadi 4,92% pada 2019 (OJK, 2019). Peningkatan tersebut juga sesuai dengan hasil penelitian Van Rooij et al. (2011) bahwa investor dengan pengetahuan investasi yang tinggi khususnya meliputi manajemen keuangan dan manajemen risiko, cenderung bijak dalam mengambil keputusan investasi. Dalam penelitian ini, pengetahuan investasi merupakan faktor terkuat kedua yang mendasari keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19 dengan variansi sebesar 23,62%.

### **Faktor Market Variables**

Faktor *Market variables* berpengaruh terhadap keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19. Faktor ini terdiri dari informasi pasar saham, tren saham di masa lalu, dan fundamental saham. Faktor ini juga memiliki korelasi dengan aspek demografi masyarakat Surabaya dari sisi tingkat pendidikan. Berdasarkan karakteristik responden, tingkat pendidikan yang tinggi membuat investor di Surabaya menjadi lebih bijak dalam mempertimbangkan kondisi pasar dengan menggunakan instrumen yang variatif, seperti halnya informasi pasar yang menjadi penting bagi investor agar dapat mengetahui isu-isu terkini seputar saham suatu perusahaan selama pandemi. Selain itu tren saham di masa lalu juga bermanfaat untuk memprediksi kecenderungan pergerakan harga saham di masa depan. Hal ini sejalan dengan penelitian Rivo dan Ratnasari (2020) yang dilakukan pada investor muslim di Surabaya yang menyatakan bahwa faktor analisis tren saham berpengaruh terhadap keputusan investasi. Adapun perihal fundamental saham berguna bagi investor sebagai acuan untuk mempelajari kondisi suatu perusahaan meliputi kondisi keuangan dan juga operasional. Hal ini sejalan dengan penelitian Jannah dan Ady (2017) yang dilakukan pada investor di Surabaya yang menyebutkan bahwa fundamental saham salahsatunya melalui kondisi keuangan perusahaan berpengaruh terhadap keputusan investasi.

Adapun jika dikorelasikan dengan isu nasional, faktor *market variables* menjadi suatu katalis dalam pengambilan keputusan investasi, dikarenakan Indonesia sendiri merupakan salahsatu negara dengan perkembangan informasi yang cepat, termasuk dalam hal pasar saham beserta informasi di dalamnya meliputi laporan keuangan perusahaan dan sebagainya yang mudah diakses. Ketersediaan akses informasi tersebut dapat memudahkan investor di Indonesia dalam menganalisa suatu saham sebelum mengambil keputusan investasi. Dalam penelitian ini, *market variables* menjadi salah satu faktor yang memengaruhi keputusan investasi. Hal tersebut sesuai dengan penelitian Ghalandari dan Ghahremanpour (2013), bahwa informasi pasar dan tren saham juga berpengaruh terhadap keputusan investasi. Faktor ini merupakan faktor terkuat ketiga yang mendasari keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19 dengan variansi sebesar 9,45%.

Berdasarkan hal tersebut, hipotesis terkait variabel pertama dan ketiga tentang perilaku *herding* dan *market variables* dinyatakan berpengaruh terhadap keputusan investor, sedangkan hipotesis tentang *financial literacy* dan *risk tolerance* dinyatakan berpengaruh namun beberapa indikator dari setiap variabel tersebut mengelompok ke dalam faktor baru yakni pengetahuan investasi karena memiliki nilai korelasi yang kuat. Adapun empat indikator yang tidak termasuk dalam ketiga faktor tersebut yakni Perubahan harga saham (MV\_1), Pengetahuan terkait asuransi (FL\_3), Risiko spekulasi (RT\_3), dan *General risk choices* (RT\_4). Indikator-indikator tersebut tidak termasuk dalam faktor-faktor yang memengaruhi keputusan investasi dikarenakan memiliki nilai korelasi yang rendah terhadap ketiga faktor yang terbentuk. Perubahan harga saham (MV\_1) tidak terlalu berpengaruh dikarenakan saat pandemi banyak saham yang memiliki nilai intrinsik jauh lebih tinggi daripada harga sahamnya, sehingga investor cenderung tidak memedulikan anomali harga tersebut. Selanjutnya

untuk pengetahuan terkait asuransi (FL\_3), mayoritas investor mengetahui tentang pentingnya memiliki asuransi dalam berinvestasi, namun dikarenakan mayoritas investor memiliki tingkat pendidikan terakhir SMA/MA dan belum berpendapatan tetap, maka berasuransi tidak terlalu memengaruhi keputusan dalam berinvestasi. Adapun risiko spekulasi (RT\_3) dan *General risk choices* (RT\_4) tidak termasuk faktor yang memengaruhi keputusan investor dikarenakan investor menyadari adanya fluktuasi dalam berinvestasi di masa pandemi, sehingga mereka menganggap hal tersebut wajar dan lebih memilih fokus mempertimbangkan indikator lain guna memaksimalkan keuntungan dalam berinvestasi.

## V. SIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan terdapat setidaknya tiga faktor yang memengaruhi keputusan investor saham syariah di Surabaya selama pandemi Covid-19. Faktor utama yakni perilaku *herding* yang menunjukkan bahwa investor saham syariah di Surabaya dalam pengambilan keputusan investasi cenderung mendasarkan keputusan investasinya pada keputusan investor lain. Hal ini dipicu oleh tingginya volatilitas pasar saham dan ketidakjelasan informasi selama pandemi Covid-19.

Faktor kedua yakni pengetahuan investasi yang mengindikasikan bahwa investor saham syariah di Surabaya dalam pengambilan keputusan investasi masih mempertimbangkan manajemen keuangan dan manajemen risiko, sehingga dalam hal ini dapat meminimalisir adanya kerugian yang berlebih. Faktor ketiga yakni *market variables* yang menunjukkan bahwa investor saham syariah di Surabaya dalam pengambilan keputusan investasi masih mengamati kondisi pasar saham meliputi informasi seputar pasar saham, tren saham di masa lalu, dan fundamental saham melalui berbagai pengamatan.

Adapun implikasi hasil penelitian ini bagi investor yakni agar dapat memerhatikan dengan cermat setiap keputusan investasi yang diambil yang mana dalam hal ini harus didasarkan pada analisis, kesiapan finansial, pengamatan pasar yang baik, serta tidak terlalu menjadikan keputusan investor lain sebagai acuan dalam pengambilan keputusan investasi. Bagi regulator khususnya Bursa Efek Indonesia (BEI), hal ini dapat menjadi rujukan dalam membuat regulasi yang aman dan hendaknya juga memberikan edukasi kepada masyarakat lebih masif lagi seperti program Sekolah Pasar Modal Syariah (SPMS) dan webinar tentang pengetahuan seputar investasi serta cara berinvestasi yang baik dan benar. Serta bagi akademisi ataupun peneliti selanjutnya yakni dapat menjadi rujukan dan dapat melakukan penelitian menggunakan variabel yang lebih kompleks agar penelitian terkait faktor-faktor yang memengaruhi keputusan investasi dapat diukur lebih akurat dan dapat dijadikan sebagai rujukan ilmu oleh pembaca.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, Z., & Noreen, U. (2021). Role of behavioral determinants for investment decision making. *Asia-Pacific Social Science Review*, 21(2), 48-62.
- Al-Tamimi, H., & Kalli, A. A. B. (2009). Financial literacy and investment decisions of UAE investors. *Journal of Risk Finance*, 10(5), 500-516. <https://doi.org/10.1108/15265940911001402>
- Anita, I., Tampubolon, J. N., & Rachman, A. A. (2021). Factors affecting the investment decision on stock investors during pandemic covid-19. *Turkish Journal of Physiotherapy and Rehabilitation*, 32(2), 3884-3899. <https://turkjphysiotherrehabil.org/pub/pdf/322/32-2-504.pdf>
- Asiedu, E., Jin, Y., & Kanyama, I. K. (2015). The impact of HIV/AIDS on foreign direct investment: Evidence from Sub-Saharan Africa. *Journal of African Trade*, 2(1-2), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.joat.2015.01.001>
- Bachrudin, A., & Tobing, H. L. (2003). *Analisis data untuk penelitian survey*. Bogor: In Media.
- Bappenas. (2020). *Laporan perkembangan ekonomi Indonesia dan dunia triwulan III tahun 2020*. Jakarta: Kementerian PPN/Bappenas.
- BEI. (2021). *Database galeri investasi BEI per Maret 2021*. Jakarta: BEI.
- Ceylan, R. F., & Ozkan, B. (2020). The economic effects of epidemics: from SARS and MERS to COVID-19. *Research Journal in Advanced Humanities*, 1(2), 21-29. <https://royalliteglobal.com/advanced-humanities/article/view/132>

- Chavas, J.-P. (2004). *Risk analysis in theory and practice*. USA: Elsevier Academic Press.
- Chen, H., & Volpe, R. P. (1998). An analysis of personal financial literacy among college students. *Financial Services Review*, 7(2), 107–128. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1057-0810\(99\)80006-7](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S1057-0810(99)80006-7)
- Darmawan, T., Nurwahidin., & Anwar, S. (2019). Analisis faktor-faktor yang memengaruhi keputusan investasi di pasar modal syariah. *Jurnal Middle East and Islamic Studies*, 6(2), 192-214. <https://doi.org/10.7454/meis.v6i2.103>
- DelaCruz, J. (2007). A brief contribution to the debate over the impact of HIV/AIDS on economic growth. *Munich Personal RePEc Archive*, 2116, 0–33.
- Dixon, S., McDonald, S., & Roberts, J. (2002). The impact of HIV and AIDS on Africa's economic development. *British Medical Journal*, 324(7331), 232–234. <https://doi.org/10.1136/bmj.324.7331.232>
- Economou, F., Hassapis, C., & Philippas, N. (2018). Investors' fear and herding in the stock market. *Applied Economics*, 50(34–35), 3654–3663. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1436145>
- Economou, F., Kostakis, A., & Philippas, N. (2011). Cross-country effects in herding behaviour: Evidence from four south European markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(3), 443–460. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2011.01.005>
- Fridana, I. O., & Asandimitra, N. (2020). Analisis faktor yang memengaruhi keputusan investasi (studi pada mahasiswa di Surabaya). *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, 4(2), 396. <https://doi.org/10.24912/jmie.v4i2.8729>
- Ghalandari, K., & Ghahremanpour, J. (2013). The effect of market variables and herding effect on investment decision as factor influencing investment performance in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 3(3), 313–318.
- Ghozali, I. (2001). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Ghozali, I. (2005). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Grable, J., & Lytton, R. (1999). Financial risk tolerance revisited: The development of a risk assessment instrument. *Financial Services Review*, 8(3), 163–181. [https://doi.org/10.1016/s1057-0810\(99\)00041-4](https://doi.org/10.1016/s1057-0810(99)00041-4)
- Hadrian, H., & Adiputra, I. G. (2020). Pengaruh overconfidence, herding effect, self-monitoring terhadap investment decision pada masa pandemi covid-19. *Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan*, 2(3), 595. <https://doi.org/10.24912/jmk.v2i3.9571>
- Hair, F. J., Black, C. W., Babin, B. J., & Anderson, R. (2010). *Multivariate Data Analysis*. UK: Pearson Education.
- Hendarto, K., Anastasia, N., & Basana, S. R. (2021). The effect of financial literacy, financial risk tolerance, and financial socialization agents on stock investment decision in the millennial generation. *Petra International Journal of Business Studies*, 4(1), 11–22. <https://doi.org/10.9744/ijbs.4.1.11-22>
- Hung, A., Parker, A. M., & Yoong, J. (2011). Defining and measuring financial literacy. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1498674>
- Inayah, N. I. (2020). Prinsip-prinsip ekonomi Islam dalam investasi syariah. *Aksy: Jurnal Ilmu Akuntansi dan Bisnis Syariah*, 2(2), 89-100. <https://doi.org/10.15575/aksy.v2i2.9801>
- Jannah, W., & Ady, S. U. (2017). Analisis fundamental, suku bunga, dan overconfidence terhadap pengambilan keputusan investasi pada investor di Surabaya. *Ekspektra: Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 1(2), 138-155. <https://doi.org/10.25139/ekt.v0i0.338>
- Keller, C., & Siegrist, M. (2006). Investing in stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes. *Journal of Economic Psychology*, 27(2), 285–303. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.joep.2005.07.002>
- Kemenkes RI. (2020). Pertanyaan dan jawaban terkait coronavirus disease 2019 (covid-19). *World Health Organization*, 2019, 1–13. <https://www.who.int/indonesia/news/novel-coronavirus/qa-for-public>
- Kiev, A. (2003). *The psychology of risk: Mastering market uncertainty*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock

- prices. *Journal of Financial Economics*, 32(1), 23–43. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90023-Q](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90023-Q)
- Lee, J. (2004). Globalization and disease : The case of SARS. *Asian Economic Papers*, 3(1), 113-131. <http://dx.doi.org/10.1162/1535351041747932>
- Luong & Ha. (2011). *Behavioral factors influencing individual investors' decision-making and performance: A survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange*. Unpublished master thesis. Sweden: Umea University.
- Mahmood, Z., Kouser, R., Abbas, S. S., & Saba, I. (2016). The effect of hueristics, prospect and herding factors on investment performance. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, 36(1), 475–484. <http://www.bzu.edu.pk/PJSS/Vol36No12016/PJSS-Vol36-No1-42.pdf>
- OJK. (2019). *Survei nasional literasi dan inklusi keuangan Indonesia 2019*. Jakarta: OJK.
- OJK. (2020). *Statistik November - minggu 3*. Retrieved from <https://ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/Pages/november-minggu-3.aspx>
- Pak, O., & Mahmood, M. (2015). Impact of personality on risk tolerance and investment decisions: A study on potential investors of Kazakhstan. *International Journal of Commerce and Management*, 25(4), 370–384. <https://doi.org/10.1108/IJCoMA-01-2013-0002>
- Pepinsky, T. B., & Wihardja, M. M. (2011). Decentralization and economic performance in Indonesia. *Journal of East Asian Studies*, 11(3), 337–371. <https://doi.org/10.1017/S1598240800007372>
- Putri, R. A., & Isbanah, Y. (2020). Faktor-faktor yang memengaruhi keputusan investasi pada investor saham di Surabaya. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(1), 197–209.
- Ramdani, N. F. (2018). Analisis pengaruh representativeness bias dan herding behavior terhadap keputusan investasi (Studi pada mahasiswa di Yogyakarta). *DSpace Universitas Islam Indonesia*, 1–16.
- Rivo, M. C., & Ratnasari, R. T. (2020). Faktor yang mempengaruhi perilaku investor muslim dalam keputusan berinvestasi saham syariah. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 7(11), 2202–2220. <https://doi.org/10.20473/vol7iss202011pp2202-2220>
- Salvatore, T., & Esra, M. A. (2020). Pengaruh overconfidence, herding, regret aversion, dan risk tolerance terhadap pengambilan keputusan investasi investor. *Jurnal Manajemen*, 10(1), 48–56. <https://doi.org/10.46806/jm.v10i1.699>
- Saputro, R. E. H., & Lestari, D. (2019). Effect of financial literacy and risk perception on student investment decisions in Jakarta. *Review of Management and Entrepreneurship*, 3(2), 107–132. <https://doi.org/10.37715/rme.v3i2.1237>
- Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. (1992). Reconceptualizing the determinants of risk behavior. *Academy of Management Review*, 17(1), 9–38. <https://doi.org/10.5465/amr.1992.4279564>
- TradingView.com. (2020). *Indeks harga saham gabungan 2020*. Retrieved from <https://id.tradingview.com/>
- Ullah, S. (2015). An empirical study of illusion of control and self-serving attribution bias, impact on investor's decision making: Moderating role of financial literacy. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(19), 109–118.
- Van Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>
- Virlics, A. (2013). Investment decision making and risk. *Procedia Economics and Finance*, 6(13), 169–177. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(13\)00129-9](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(13)00129-9)
- Vitt, L. a., Kent, J., Lyter, D. M., Siegenthaler, J. K., & Ward, J. (2000). Personal finance and the rush to competence: Financial literacy education in the U.S. *Personal Finance*, October, 1–234. [www.isfs.org/documents-pdfs/rep-finliteracy.pdf](http://www.isfs.org/documents-pdfs/rep-finliteracy.pdf)
- Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioural 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. <https://dx.doi.org/10.1504/IJBEM.2008.019243>
- WHO. (2020). Weekly epidemiological update - 27 December 2020. *Genève, Switzerland, December*, 17. Retrieved from <https://www.who.int/publications/m/item/weekly-epidemiological-update--29-december-2020>

- Wong, M. C. S., & Cheung, Y. L. (1999). The practice of investment management in Hong Kong: Market forecasting and stock selection. *Omega*, 27(4), 451–465.  
[https://doi.org/10.1016/S0305-0483\(98\)00070-X](https://doi.org/10.1016/S0305-0483(98)00070-X)
- Zulfiqar, M., & Bilal, M. (2016). Financial wellbeing is the goal of financial literacy. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(11), 94–103.  
<https://jurnaljam.ub.ac.id/index.php/jam/article/view/1721>