

KETAKUTAN, PERAN INVESTOR INSTITUSI DAN PERILAKU HERDING
DALAM FASE PANDEMI COVID 19

Oleh

Fenny Marietza¹⁾, Nikmah²⁾, Fitriawati Ilyas³⁾, Indah Oktari W⁴⁾
^{1,2,3,4}Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Bengkulu
 Email: fmarietza@unib.ac.id

Abstract

This study aims to examine the effect between fear of death caused by the covid 19 virus and institutional ownership on herding behavior in companies listed on the LQ45 index (JSII) in the period from 2019 to 2021. The fear variable with the GFI index is a variable that has never been used before by previous studies to be a variable that can estimate whether fear can affect herding behavior. The sample of this study is companies listed on the LQ45 Index on the IDX from 2019 to 2021. The analysis method used is multiple linear regression assisted by Eviews in data processing. The results showed that the fear associated with the global mortality index was able to influence the occurrence of herding behavior on the LQ45 index. Meanwhile, the role of institutional ownership in companies on the IDX is unable to influence the occurrence of herding behavior. This study also proved that at the end of the year and the beginning of 2020 (honeymoon phase) using rolling window regression. It is proved that there has been a herding behavior caused by the fear of investors.

Keywords: Herding, Fear, Institutional Ownership, Rolling Windows

PENDAHULUAN

Pandemi Covid 19 dari akhir tahun 2019 hingga saat ini telah menebar ketakutan dan kecemasan di kalangan masyarakat dunia umumnya dan investor di pasar modal khususnya. Di Indonesia sendiri, kasus Covid 19 merebak cepat di awal tahun 2020 hingga awal tahun 2022. Kondisi ketidakpastian ini menyebabkan ketakutan akan kematian dan ketakutan akan krisis ekonomi yang berkepanjangan. Di pasar modal, keadaan psikologis ini menyebabkan beberapa bias perilaku yang terjadi dipasar modal, salah satunya adalah perilaku herding. Perilaku ikut-ikutan yang terjadi secara spontan dikarenakan investor dipengaruhi oleh investor lainnya yang membuat investor mengikuti aksi kolektif di pasar saham (Bohl, Branger dan Trede, 2017). Penelitian ini menggunakan teori prospek

Kahneman dan Tversky (1979) yang mengatakan bahwa setiap individu bereaksi berbeda antara potensi kerugian dan potensi manfaat. Ketika seseorang berada di posisi

menang, karakter cenderung menghindari risiko, tetapi ketika berada di posisi kalah, mereka cenderung mengambil risiko. Jika ada dua cara untuk menganalisis kemungkinan kemenangan dan kerugian lainnya, mereka lebih suka analisis keuntungan. Inti dari teori ini adalah proses pengambilan keputusan individu bukan didasarkan pada harga yang didapat dari informasi saham namun investor akan lebih bereaksi tidak rasional ketika dihadapkan pada kondisi yang sulit.

Penelitian terdahulu mengenai perilaku herding memfokuskan pada dua aspek berbeda untuk menjelaskan pola herding yang diamati, aspek pertama adalah aspek psikologis yang terkait dengan sentimen investor, dimana investor akan memperoleh rasa aman jika mengikuti suara mayoritas. Kedua, efek informasi, dimana investor akan dipengaruhi oleh informasi yang diterimanya dan yang terakhir adalah reputasi. Investor akan bereaksi lebih cepat terhadap berita buruk daripada

berita baik ketika ketakutan mereka meningkat. Investor akan beraksi lebih cepat terhadap kabar baik ketika ketakutan mereka menghilang/berkurang. Perilaku herding terjadi ketika periode dengan volume perdagangan yang besar selama masa krisis keuangan global, dan akan menurun ketika volume perdagangan kecil setelah periode krisis keuangan (Huang dan Wang, 2017)

Melalui strategi herding, investor dapat menjaga reputasinya dan menolak sentimen investor (Liao, Huang dan Wu, 2011). Chen et al., (2017) mengatakan bahwa Perilaku herding dipengaruhi oleh kepemilikan institusi dan laba yang diperoleh dari kinerja keuangan. Demikian juga dengan Brodocianu (2017) dan Ambraita et al., (2018) mengatakan bahwa Ada pengaruh positif antara tipe investor dan perilaku herding. Investor institusi dapat mempengaruhi perilaku herding. Ada banyak faktor eksternal yang dapat mempengaruhi seorang investor dalam berperilaku herding di pasar saham. Salah satunya ketakutan akan keadaan pandemi Covid 19.

Penelitian yang dilakukan oleh Bui, Nguyen dan Nguyen (2015) membuktikan bahwa perilaku herding di tiga pasar di Asia Tenggara disebabkan oleh pandemi SARS. Luu dan Luong (2020) juga menunjukkan bahwa perilaku herding terjadi di berbagai industri di Vietnam dan Taiwan sebagai respon atas kepanikan pandemi Influenza melalui tren saham naik dan turun. Penelitian terbaru milik Chang dan Wang (2020) juga membuktikan bahwa investor lebih sensitive terhadap kerugian aset dan melakukan herding disaat pandemi Covid 19 di pasar oil dan gas di Amerika, Eropa dan Asia.

Selain itu peran investor institusional di pasar saham juga dapat mempengaruhi investor lainnya melakukan perilaku herding. Menurut Choi dan Sias (2009) ada enam alasan mengapa investor institusional melakukan perilaku herding yaitu, arus yang mendasari investor, mode perdagangan, momentum perdagangan, reputasi, arus informasi yang didapatkan dan

herding investigatif. Investor institusional akan menggiring investor lainnya untuk berinvestasi sesuai dengan keinginan investor institusi.

Penelitian ini memfokuskan pada tingkat ketakutan yang dialami oleh investor dengan menggunakan indeks ketakutan global (GFI) untuk melihat sejauh mana investor mengalami ketakutan akan Covid 19 selama pandemi ini melanda. Selain itu juga melihat sejauh mana peran investor institusi dalam pasar saham mampu untuk mempengaruhi investor lainnya berperilaku herding. Soydemir et al., (2017) mengatakan bahwa Ketakutan investor terbukti memiliki pengaruh yang negative terhadap return saham perusahaan yang termasuk dalam indeks S&P. Salisu dan Akanni (2020) memperkuat hasil penelitian dari Soydemir yang mengatakan bahwa Ada pengaruh ketakutan akan pandemic covid 19 terhadap pergerakan return saham di OECD.

Kontibusi penelitian ini adalah dengan melihat dampak pandemi covid 19 di pasar saham Indonesia membagi sampel berdasarkan kondisi pandemi covid 19 di Indonesia, yaitu fase awal pandemi, fase lockdown dan fase new normal seperti saat ini. Pembagian sampel ini dilakukan dengan tujuan untuk lebih mempertajam analisis mengenai pengaruh ketakutan dan peran investor institusi terhadap perilaku herding berdasarkan fase pandemic covid 19. Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan apakah ada perilaku herding di pasar saham Indonesia, apakah ketakutan yang dirasakan investor dapat mempengaruhi perilaku herding dan apakah ada peran investor institusi dalam mempengaruhi terjadinya perilaku herding.

LANDASAN TEORI

Teori Prospek Kahneman dan Tversky (1979)

Teori prospek adalah teori tentang perilaku manusia dalam mengambil keputusan dalam situasi yang berisiko dan tidak pasti. Inti dari teori prospek adalah proses pengambilan keputusan individu, bukan penetapan harga

yang biasanya dilakukan dalam perekonomian. Teori prospek menunjukkan bahwa setiap individu bereaksi berbeda antara potensi kerugian dan potensi manfaat. Ketika seseorang berada di posisi menang, karakter cenderung menghindari risiko, tetapi ketika berada di posisi kalah, mereka cenderung mengambil risiko. Jika ada dua cara untuk menganalisis kemungkinan kemenangan dan kerugian lainnya, mereka lebih suka analisis laba.

Relevansi perspektif survei ini dapat menjelaskan biaya nilai korporasi dan investor institusi dalam teori penelitian ini, yang mempengaruhi keputusan investasi yang dapat mempengaruhi perilaku pangan yang dapat diberikan. Annuity Pazed terjadi karena penyimpangan emosional. Investor lebih suka topi jika mereka percaya bahwa mereka dapat membantu mereka mendapatkan informasi yang dapat diandalkan, mereka berguna.

Herding dapat menyebabkan langkah-langkah yang tidak masuk akal dalam hal harga, terutama dalam hal harga saham yang dipengaruhi oleh emosi tertentu. Dalam penelitian ini, ketakutan dan investor institusional adalah faktor yang mempengaruhi perilaku herding. Apakah ketakutan yang dirasakan oleh investor dan investor institusional merupakan aspek penting dari menentukan keputusan investasi.

Teori Emosi

Emosi didefinisikan sebagai keadaan fisiologis yang dipicu oleh keyakinan tentang sesuatu (Elster, 1998). Arnold (1960) mendefinisikan emosi sebagai kecenderungan yang dirasakan seseorang terhadap sesuatu yang secara intuitif dinilai sebagai baik (bermanfaat), atau jauh dari apapun yang secara intuitif dinilai sebagai sesuatu yang buruk (berbahaya). Sehingga dapat dikatakan bahwa emosi memiliki aspek kognitif, fisiologis, sosial dan perilaku.

Psikolog umumnya setuju bahwa kebahagiaan, kesedihan, kemarahan, minat, penghinaan, jijik, kesombongan, ketakutan, kejutan dan penyesalan adalah emosi. Elster

(1998) berpendapat bahwa keadaan emosi dapat dibedakan dari keadaan mental berdasarkan enam ciri-ciri berikut:

- a. Antecedent kognitif, yaitu emosi dipicu oleh keyakinan. Seorang investor menyesali keputusan investasinya karena ia percaya bahwa hasil yang buruk dapat dihindari.
- b. Obyek yang disengaja. Emosi adalah tentang sesuatu. Obyek emosi merupakan antecedent kognitif. Investor yang berkinerja buruk menjadi obyek investor yang menyesal.
- c. Gairah fisiologis. Perubahan syaraf hormonal dan sistem syaraf menyertai respon emosional. Tubuh akan mengalami perubahan hormonal saat seseorang mengalami emosi. Investor yang menyesal mungkin merasa kesal, dan dapat saja menderita depresi.
- d. Ekspresi fisiologis. Emosi dapat dicirikan oleh ekspresi yang dapat diamati yang mencirikan emosi. Ekspresi wajah, postur tubuh, intonasi suara dan penampilan luar dapat mencerminkan emosi yang dimiliki seseorang. Investor yang menyesal akan tampak pucat, dan tidak bersemangat.
- e. Valensi. Emosi dapat dinilai dalam skala dengan titik netral ditengah dan perasaan positif dan negatif di titik akhir. Valensi adalah istilah untuk menilai perasaan senang, sakit atau bahagia dan ketidakbahagiaan. Investor yang menyesal, jelas tidak senang dengan hasil investasinya yang buruk.
- f. Kecenderungan tindakan. Emosi terkait dengan kecenderungan untuk bertindak. Saat seseorang mengalami emosi, maka sering merasakan dorongan untuk bertindak dengan cara tertentu. Investor yang menyesal mungkin mengambil tindakan untuk menghindari tereksposnya peluang investasi yang serupa.

Ketakutan adalah respon yang wajar, rasional dan berguna dalam situasi bahaya. Preferensi emosional dapat terbentuk tanpa adanya pengenalan rangsangan secara sadar (Zajonc, 1980). Keberhasilan individu dalam

hidup sangat bergantung pada kecerdasan emosional yang dimiliki individu. Beberapa perilaku yang dilakukan individu bisa tidak rasional atau tidak konsisten dengan preferensi yang terdefinisi dengan baik. Emosi akan meningkatkan seseorang dalam pengambilan keputusan. Emosi mendorong individu untuk membuat keputusan. Semakin kuat respon emosionalnya maka akan semakin buruk keputusan yang diambil, namun emosi juga dapat menyebabkan keputusan menjadi optimal.

Ketakutan akan kondisi pandemi Covid 19 dan ketidakstabilan ekonomi dunia saat ini, memunculkan keyakinan bahwa investor akan mendapatkan hasil investasi yang buruk. Investor yang mengalami ketakutan dan sentimen terhadap keadaan pasar dan kinerja investasinya. Sentimen optimis atau pesimis yang dimiliki investor menentukan perilakunya di pasar modal. Religiusitas yang dimiliki investor juga akan menentukan keputusan investasinya di pasar modal untuk tetap bertahan atau melakukan penjualan besar-besaran di masa krisis ini.

Perilaku Herding

Scharfstein dan Stein (1990) mengembangkan salah satu model pertama perilaku herding, mereka menunjukkan bahwa seseorang dapat mengabaikan informasi yang mereka miliki sendiri dan membuat keputusan mengikuti perilaku manajer lain. Meskipun perilaku tersebut tidak efisien dari sudut pandang sosial namung mungkin sangat rasional dari perspektif seseorang yang ingin menghindari kesalahan dalam pasar modal. Dengan membuat keputusan yang sama sebagai grup, seseorang akan terhindar dari kesalahan atas hasil yang buruk dan menerima manfaat yang sama untuk hasil yang baik.

Dari perspektif ekonomi perilaku, perilaku herding didefinisikan sebagai pendekatan pengambilan keputusan yang ditandai dengan meniru Tindakan orang lain secara konkret. Kumar dan Goyal (2015) mendefinisikan sebagai situasi dimana orang

yang rasional mulai berperilaku tidak rasional dengan meniru penilaian orang lain sambil membuat keputusan. Hal ini dapat juga didefinisikan sebagai setiap kesamaan perilaku / ketidaksamaan yang disampaikan oleh interaksi individu. Menurut Graham (1999) literatur mengenai herding di bedakan dalam empat kategori yang berbeda: kaskade informasi, herding reputasi, herding investigasi dan herding empiris.

Hsieh (2013) mengatakan ada dua penyebab terjadinya herding, yaitu didorong adanya informasi dan didorong oleh perilaku. Herding yang didasarkan pada informasi dapat diindikasikan bahwa investor menghadapi masalah pengambilan keputusan yang sama dan menerima informasi pribadi terkait, sedangkan herding yang didorong oleh perilaku terjadi ketika investor mengikuti tindakan investor lain.

Ketakutan

Peterson (2007) menggambarkan rasa takut sebagai perasaan tidak nyaman dan mendorong investor untuk membuat keputusan keuangan yang terburu-buru dan sering kali buruk. Ketakutan bisa sangat membebani sehingga mengalahkan akal sehat, kesabaran dan penilaian yang baik. Dalam bentuk apapun, ketakutan memiliki efek berbeda pada pengambilan keputusan keuangan. Bagi investor, ketakutan yang sering sekali terjadi menyebabkan penjualan yang panik. Banyak investor permula mengalami kepanikan Ketika harga saham yang mereka andalkan dalam portofolio mereka mulai turun dengan cepat dan tidak terduga. Penjualan yang panik berasal dari ketakutan dan kepanikan investor.

Selanjutnya Peterson (2007) menjelaskan lima prinsip penting untuk memahami rasa takut dan panik yaitu: ketakutan menyebabkan perubahan fisiologis dalam tubuh, ketakutan menyebabkan perubahan dalam cara orang berfikir dan bereaksi terhadap berita buruk (keragu-raguan, kelumpuhan, tekanan dan panik) sehingga mengarah pada keputusan yang buruk, kepanikan bersifat reaktif dan ditandai

dengan tekanan mendesak untuk segera bertindak. Ketakutan adalah keadaan emosional antisipatif, dan orang yang ketakutan akan melihat banyak risiko.

Investor Institusional

Investor institusional merupakan perusahaan atau organisasi yang menginvestasikan uang atas nama orang lain. Reksadana, pension dan perusahaan asuransi merupakan contoh dari investor institusional. Investor institusional sering menjual dan membeli blok saham, obligasi, atau sekuritas lain. Grup ini dianggap lebih canggih dibandingkan investor ritel, dan dalam beberapa kasus, tunduk pada peraturan yang tidak terlalu ketat.

Investor institusi membeli, menjual dan mengelola saham obligasi dan sekuritas investasi lainnya atas nama klien, pelanggan, anggota atau pemegang sahamnya. Secara garis besar ada enam jenis investor institusional yaitu dana abadi (endowment funds), bank komersial, reksadana, dana lindung nilai (hedge funds), dana pension dan perusahaan asuransi. Investor institusional memiliki sumber daya dan pengetahuan khusus untuk secara ekstensif meneliti berbagai peluang investasi yang tidak terbuka untuk investor ritel. Hal ini dikarenakan institusi bergerak ke posisi terbesar dan merupakan kekuatan terbesar di belakang penawaran dan permintaan di pasar sekuritas, mereka melakukan persentase transaksi yang tinggi di pasar saham dan dapat mempengaruhi harga sekuritas.

Investor institusional menjual dan membeli saham dalam perdagangan blok 10.000 saham atau lebih. Karena volume dan ukuran perdagangan yang lebih besar, investor institusional terkadang menghindari membeli saham perusahaan kecil, dengan alasan tindakan membeli atau menjual blok besar untuk saham perusahaan kecil akan menciptakan ketidakseimbangan penawaran dan permintaan yang mendadak sehingga harga saham akan naik dan turun. Investor institusional biasanya menghindari perolehan

persentase kepemilikan perusahaan yang tinggi karena melakukan tindakan semacam itu dapat melanggar undang-undang sekuritas. Biasanya persentase kepemilikannya dibatasi hanya pada saham biasa yang memiliki hak suara di perusahaan.

Ada enam alasan investor institusional melakukan perilaku herding yaitu: arus yang mendasari investor, mode, perdagangan momentum, herding reputasi, arus informasi dan herding investigative. Investor institusional akan menggiring ke industry karena investor yang mendasari beralih ke industry tersebut (Choi dan Sias, 2009).

Pengembangan Hipotesis

Perilaku Herding di Bursa Saham

Perilaku herding terjadi di beberapa bursa saham yang disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu kondisi krisis keuangan global (Mobarek, Mollah dan Fiorante; 2013) dan kondisi pandemic covid 19 (Salisu dan Akanni; 2020).
H1 : Ada Perilaku Herding di Pasar Saham Indonesia

Ketakutan Terhadap Perilaku Herding

Ketakutan yang diukur dengan VIX dan VXEEM terbukti mempengaruhi perilaku herding secara positif (Huang dan Wang, 2017). Selain itu ketakutan yang diukur dengan indeks GFI juga dapat mempengaruhi perilaku herding di pasar saham dunia (Salisu dan Akanni, 2020)
H2: Ketakutan berpengaruh terhadap perilaku herding.

Peran Investor Institusi Terhadap Perilaku Herding

Penelitian mereka Ambarita et al., (2018) menemukan bahwa investor institusional mempengaruhi perilaku herding di pasar saham ; Menurutnya, perilaku pengembalaan ini dilakukan dengan sengaja atau tidak benar. Shui dkk. (2014) menunjukkan bahwa investor institusi asing mengurangi efek Januari, tetapi institusi domestik memperburuknya di Taiwan. Investor institusional melakukan perilaku herding karena menyimpulkan informasi dari perdagangan satu sama lain (Sias, 2014). Penelitian Brodocianu (2017) menunjukkan

adanya hubungan yang signifikan antara investor institusional dengan perilaku herding dalam investasi reksa dana di Rumania.

H3: Peran Investor Institusi berpengaruh terhadap perilaku herding

METODE PENELITIAN

Penelitian ini adalah penelitian eksplanatori, yaitu penelitian yang menjelaskan fenomena-fenomena yang ada dan mencoba untuk menjabarkan konsekuensi dari tindakan yang dilakukan. Penelitian ini mencoba untuk menjelaskan dampak dari niat terhadap tindakan dan bagaimana konsekuensi dari tindakan yang dilakukan.

Penelitian ini membahas dua variabel, yakni variabel bebas dan variabel terikat. Variabel bebas adalah merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel terikat. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah perilaku herding yang diukur dengan menggunakan CSAD dan memiliki persamaan sebagai berikut:

$$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{i,t} - R_{m,t}|$$

Dimana R_{it} adalah return saham dan R_{mt} adalah return pasar, n adalah jumlah sampel. Variabel independent dalam penelitian ini terdiri dari ketakutan yang diukur dengan menggunakan indeks GFI dari WHO, dan kepemilikan institusi yang diukur berdasarkan persentase jumlah kepemilikan institusi dalam suatu perusahaan. Obyek penelitian ini adalah perusahaan yang terdapat di Indeks LQ45 di BEI. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dimana yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah

1. Perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 dan menerbitkan laporan keuangan selama tahun pengamatan,
2. Memiliki data yang diperlukan untuk penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2019 hingga 2021. Teknik analisisnya adalah dengan statistic deskriptif, uji pemilihan model, asumsi klasik dan uji hipotesis dengan regresi linier berganda. Semua pengujian dilakukan dengan menggunakan software statistic Eviews.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang listing pada indeks LQ45 di bursa efek Indonesia dalam periode 1 Januari 2019 hingga 31 Desember 2021. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang memiliki data yang dibutuhkan dan tidak delisting selama periode observasi. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, maka jumlah sampel penelitian ini adalah 32 perusahaan dan 98 observasi.

Hasil statistik deskriptif penelitian dijelaskan pada tabel 1 dibawah ini:

Tabel 1 Statistik Deskriptif

	CSAD	GFI	KI
Mean	0,043333	26,32094	0,392109
Median	0,29000	25,64000	0,532500
Maximum	0,089000	69,22000	0,952204
Minimum	0,012000	3,850000	0,000000
Std, Dev,	0,033202	18,28642	0,326660
Jarque-Bera	14,18423	7,023648	9,566697
Probability	0,000832	0,029842	0,008368

Sumber: Data diolah, 2022

Uji Pemilihan Model:

Uji Chow

adalah pengujian untuk memilih antara model *common effect* dan model *fixed effect*. Apabila nilai probabilitas dari cross section F berada dibawah 0,05 artinya model yang terpilih adalah fixed effect dan sebaliknya.

Tabel 2 Uji Chow

Effects Test	Statistik	d.f.	Prob.
Cross-section F	0,193	(31,28)	1,00
Cross-section Chi-square	12,447	31	0,99

Hasil uji chow diatas diketahui bahwa nilai probabilitas nya diatas 0,05 yang artinya model yang terpilih pada pengujian ini adalah model *common effect*.

Uji Hausman

adalah pengujian untuk memilih antara model *fixed effect* dan model *random effect*. Apabila nilai probabilitas dari chi sq berada dibawah 0,05 artinya model yang terpilih adalah fixed effect dan sebaliknya.

Tabel 3 Uji Hausman

	Chi-Sq. Statistik	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	6,011218	4	0,1983

Hasill pengujian diatas diketahui bahwa nilai probabilitas dari chi square berada diatas 0,05. Artinya, model yang terpilih untuk uji hausman ini adalah model *random effect*.

Uji Lagrange Multiplier

adalah pengujian untuk memilih antara model *random effect* dan model *common effect*. Apabila nilai probabilitas both dari Breusch pagan berada dibawah 0,05 artinya model yang terpilih adalah *random effect* dan sebaliknya.

Tabel 4 Uji Lagrange Multiplier

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	26,23 (0,0000)	534,48 (0,0000)	560,7 (0,00)

Hasil pengujian diatas diketahui bahwa nilai probabilitas dari *Breusch pagan* both berada dibawah 0,05. Artinya, model yang terpilih untuk uji lagrange multiplier ini adalah model *random effect*. Berdasarkan ketiga uji model diatas, model random effect terpilih pada uji hausman dan lagrange multiplier. Untuk pengujian regresi selanjutnya akan digunakan model *random effect*. Pengujian berikutnya adalah uji asumsi klasik. Untuk uji asumsi

klasik ini, akan dilakukan uji multikolinieritas saja, karena yang terpilih adalah model *random effect* yang diasumsikan telah bebas dari asumsi heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Uji Asumsi Klasik Untuk Model Random Effect Model:

Uji Multikolinieritas

Dibawah ini adalah tabel yang menjelaskan hasil pengujian multikolinieritas untuk persamaan pengaruh religiusitas, pengungkapan CSR terhadap return saham (3).

Tabel 5 Uji Multikolinieritas

	dAbs Rm	dRm ²	dRm ² * KI	dRm ² * GFI
dAbsRm	1,00	0,92	0,86	0,93
dRm ²	0,92	1,00	0,94	0,91
dRm ² *KI	0,86	0,94	1,00	0,92
dRm ² *GFI	0,93	0,91	0,92	1,00

Sumber: Data di olah, 2022

Hasil uji multikolinieritas pada persamaan diatas menunjukkan bahwa model statistik telah bebas asumsi multikolinieritas dikarenakan nilai korelasinya dibawah 1 atau 0,98.

Uji Hipotesis

Uji Kelayakan Model

Tabel dibawah ini menyajikan data bahwa persamaan untuk menguji pengaruh ketakutan dan kepemilikan institusi terhadap perilaku herding memiliki nilai probabilitas dibawah 0,05 yang artinya model fit dan dapat digunakan untuk menganalisis pengaruh ketakutan dan kepemilikan institusi terhadap perilaku herding.

Tabel 6 Uji Kelayakan Model (Uji F)

F Statistik	5,119689
Probabilitas	0,001310

Sumber: Data diolah, 2022

Koefisien Determinasi

Persamaan ini memiliki R Squared sebesar 0,257663 atau 26% dan Adjusted R Squared sebesar 0,207335 atau 21%.

Uji t

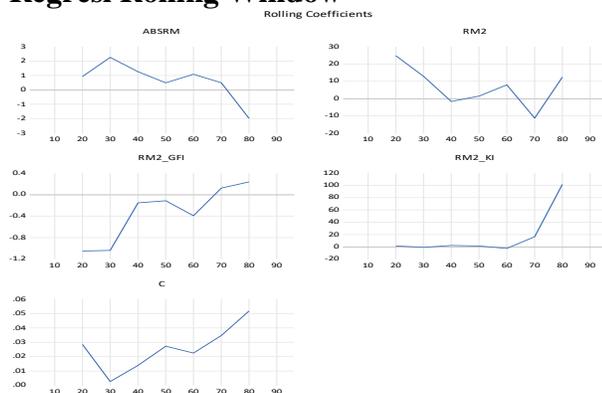
Tabel 7 Uji t

Variab le	Coeffi cient	Std. Erro r	t- Statist ic	Prob.
dAbsR m	-0,09	0,39	-0,24	0,80
dRm ²	5,28	2,36	2,24	0,02
dRm ² * GFI	-0,12	0,06	-2,06	0,04
dRm ² * KI	-0,65	3,20	-0,20	0,83
C	0,05	0,00	10,35	0,00

Sumber: Data diolah, 2021

Tabel diatas menunjukkan bahwa ketakutan mempengaruhi terjadinya perilaku *herding*. Tingkat probabilitas dari dRm²*GFI yang berada dibawah 0,05 mengindikasikan bahwa variabel ketakutan yang diprosikan oleh indeks ketakutan global (GFI) berhasil mempengaruhi terjadinya perilaku *herding*. Tanda negatif pada koefisien t-statistik mengindikasikan adanya perilaku *herding*. Sehingga H1 ditolak dikarenakan nilai probabilitas dari dRm² bernilai positif. Artinya secara keseluruhan tidak ada perilaku *herding* di bursa efek. Menerima H2 karena terbukti adanya perilaku *herding* yang dipengaruhi oleh ketakutan investor. Variabel kepemilikan institusi tidak mampu mempengaruhi perilaku *herding*, dikarenakan nilai probabilitasnya lebih dari 0,05. Sehingga menolak H3.

Regresi Rolling Window



Gambar diatas menunjukkan bahwa perilaku *herding* pada koefisien Rm² bernilai negatif pada awal tahun 2021 yaitu pada fase naiknya covid 19 kedua kalinya yang menyebabkan *lockdown* diawal tahun 2021. Untuk melihat pengaruh ketakutan terhadap perilaku *herding* dapat dilihat pada koefisien Rm²*GFI, nilai negatif ditandai pada bulan ke enam ditahun 2020 dan bulan ke 10 ditahun 2020. Artinya perilaku *herding* ada di awal masa *lockdown* dan dibulan oktober pada saat merebaknya covid 19 delta. Maka dapat disimpulkan bahwa perilaku *herding* di pasar modal Indonesia terjadi pada fase *honeymoon* yaitu awal terdeteksinya virus covid atau naiknya jumlah penduduk yang terinfeksi virus covid, dan difase *lockdown*. Untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional mempengaruhi perilaku *herding*, dapat dilihat pada nilai koefisien Rm²*KI yang bernilai positif. Artinya kepemilikan institusi tidak mampu mempengaruhi perilaku *herding* pada periode tahun 2019 hingga 2021.

Pembahasan

Penelitian ini dapat membuktikan bahwa ketakutan memiliki pengaruh terhadap perilaku *herding* di bursa efek indonesia. Investor yang merasa takut akan terjangkitnya virus covid 19 hingga kematian yang diakibatkan oleh virus covid 19 ini cenderung untuk bersikap irasional terhadap keputusan investasinya. Perilaku irasional ini ditunjukkan dengan sikap meniru keputusan investor lainnya dalam berinvestasi tanpa mempertimbangkan lagi informasi yang dimiliki.

Penelitian ini mengkonfirmasi penelitian Salisu dan Akanni (2020) yang menyatakan bahwa ketakutan dapat mempengaruhi perilaku *herding*. Hasil penelitian ini diperkuat dengan regresi *rolling window* yang menyatakan bahwa ketakutan mempengaruhi tindakan investor dalam mengambil keputusan investor dan melakukan perilaku irasional yaitu perilaku *herding* pada saat awal merebaknya virus covid 19 di awal tahun 2020 dan di Januari 2021.

Selain itu perilaku *herding* dapat dilihat pada fase lockdown di bulan Juni 2020

Perilaku *herding* tidak terbukti dapat dipengaruhi oleh adanya kepemilikan institusional pada perusahaan-perusahaan yang terindeks LQ45. Walaupun investor institusi berjumlah mayoritas di perusahaan-perusahaan tersebut, keputusan institusi terhadap investasinya tidak mempengaruhi investor lain untuk melakukan perilaku *herding*. Keadaan ini dapat disebabkan oleh tidak berfungsinya investor institusi secara maksimal dalam keputusan investasi di pasar modal Indonesia.

Hasil penelitian ini menolak penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Shui dkk. (2014) yang mengatakan bahwa investor institusi asing mengurangi efek Januari, tetapi institusi domestik memperburuknya di Taiwan. Investor institusional melakukan perilaku *herding* karena menyimpulkan informasi dari perdagangan satu sama lain (Sias, 2014). Penelitian Brodocianu (2017) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara investor institusional dengan perilaku *herding* dalam investasi reksa dana di Rumania.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian pada bab 4 dapat disimpulkan bahwa:

1. Secara keseluruhan perilaku *herding* tidak ada dalam pasar saham Indonesia
2. Ketakutan terhadap kematian yang disebabkan oleh virus covid 19 mampu mempengaruhi perilaku *herding* di bursa efek Indonesia selama masa pandemi covid 19 yaitu akhir tahun 2019 hingga 2021.
3. Kepemilikan institusi tidak mampu mempengaruhi keputusan investor di pasar modal Indonesia untuk melakukan perilaku *herding*.

DAFTAR PUSTAKA

[1] Ambarita, GD, Sutadi, T., & Rubiyatno, R. (2018). HERDING BEHAVIOR BASED ON INVESTOR TYPE IN

SHARE OWNERSHIP Case Study on Stock LQ-45 Period September 2014–August 2017. *EXERO: Journal of Research in Business and Economics*, 1(1), 44–67. <https://doi.org/10.24071/exero.2018.0110103>

- [2] Bohl, M. T., Branger, N., & Trede, M. (2017). The case for *herding* is stronger than you think. *Journal of Banking and Finance*, 85, 30–40. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.08.006>
- [3] Brodocianu, M., & Stoica, O. (2017). *Herding Behavior of Institutional Investors in Romania. An Empirical Analysis. Review of Economic and Business Studies*, 10(2), 115–130. <https://doi.org/10.1515/rebs-2017-0057>
- [4] Bui, N. D., Nguyen, L. T. B., & Nguyen, N. T. T. (2015). Herd behaviour in Southeast Asian stock markets - An empirical investigation. *Acta Oeconomica*, 65(3), 413–429. <https://doi.org/10.1556/032.65.2015.3.4>
- [5] Chang, C. L., McAleer, M., & Wang, Y. A. (2020). *Herding behaviour in energy stock markets during the Global Financial Crisis, SARS, and ongoing COVID-19*. Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 134. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2020.110349>
- [6] Chen, LH, Huang, W., & Jiang, GJ (2017). *Herding on Earnings News: The Role of Institutional Investors in Post-Earnings-Announcement Drift. Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 536–560. <https://doi.org/10.1177/0148558x17705039>
- [7] Choi, N., & Sias, R. W. (2009). Institutional industry *herding*. *Journal of Financial Economics*, 94(3), 469–491. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.009>

- [8] Elster, J. (1998). Emotions and Economic Theory. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 47-74. Retrieved April 21, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2564951>
- [9] Hsieh, M. F., Yang, T. Y., Yang, Y. T., & Lee, J. S. (2011). Evidence of herding and positive feedback trading for mutual funds in emerging Asian countries. *Quantitative Finance*, 11(3), 423-435. <https://doi.org/10.1080/14697688.2010.506882>
- [10] Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). An analysis of decisions under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- [11] Kumar, S., & Goyal, N. (2015). Behavioural biases in investment decision making – a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(1), 88-108. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0022>
- [12] Liao, T.-L., Huang, C.-J., Wu, C.-W., 2011. Do Fund Managers Herd to Counter Investor Sentiment? *J. Bus. Res.* 64, 207-212.
- [13] Luu, Q. T., & Luong, H. T. T. (2020). Herding behavior in emerging and frontier stock markets during pandemic influenza panics. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 147-158. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO9.147>
- [14] Peterson, R. (2007). Affect and financial decision-making: How neuroscience can inform market participants. *Journal of Behavioral Finance*, 8(2), 1-9.
- [15] Salisu, A. A., Sikiru, A. A., & Vo, X. V. (2020). Pandemics and the emerging stock markets. *Borsa Istanbul Review*, 20, S40-S48. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.004>
- [16] Sarwar, G. (2012). Is VIX an investor fear gauge in BRIC equity markets? *Journal of Multinational Financial Management*, 22(3), 55-65. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.01.003>
- [16] Soydemir, G., Verma, R., & Wagner, A. (2017). The asymmetric impact of rational and irrational components of fear index on S&P 500 index returns. *Review of Behavioral Finance*, 9(3), 278-291. <https://doi.org/10.1108/RBF-05-2016-0025>
- [17] Stein, J. C., & Scharfstein, D. (1990). Herd Behavior and Investment. In *American Economic Review* (Vol. 80, Issue 3, pp. 465-479).
- [18] Zajonc, R. B. (1980). Feeling and thinking: Preferences need no inferences. *American Psychologist*, 35(2), 151-175. <https://doi.org/10.1037/0003-066X.35.2.151>
- [19] Castleman, Kenneth R., 2004, *Digital Image Processing*, Vol. 1, Ed.2, Prentice Hall, New Jersey.