

PERILAKU INVESTOR PADA PENGUNGKAPAN SUKARELA (VOLUNTARY DISCLOSURE) INFORMASI GREEN INVESTMENT

Intan Puspitasari

Intanps.msc@gmail.com

Universitas Muhammadiyah Purworejo

ABSTRAK

Perilaku investor sangat dipengaruhi oleh informasi yang diterima. Sebab, informasi itu bersifat individu, artinya, individu mungkin akan memberikan reaksi yang berbeda terhadap sumber informasi yang sama. Jenis informasi yang disampaikan ke public dapat berupa informasi non keuangan seperti pengungkapan tentang kontribusi dalam tanggung jawab social perusahaan, yaitu pengungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Jenis investor yang memiliki respon terhadap pengungkapan sukarela green investmen adalah Green Investor, yaitu investor yang menolak saham-saham yang tidak menerima investasi hijau dan Normal Investor, yaitu investor yang tidak memiliki pilihan saham dari perusahaan lain.

Kata Kunci: Perilaku Investor, voluntary Disclosure, Green Investor.

PENDAHULUAN

Penelitian dalam mengungkap reaksi investor pada pengungkapan suatu informasi telah banyak dilakukan selama sepuluh tahun terakhir ini. Laporan keuangan perusahaan merupakan sumber informasi yang utama untuk menilai prospek investasi. Informasi yang diungkapkan dalam laporan keuangan perusahaan dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu ungkapan wajib (*mandatory disclosure*) dan ungkapan sukarela (*voluntary disclosure*). Sehingga perusahaan bebas memilih jenis informasi yang diungkapkan, yang dipandang manajemen relevan dalam membantu pengambilan keputusan (Hadi dan Sabeni,

2002). Manfaat ungkapan informasi secara sukarela adalah semakin kecilnya biaya modal.

Pengungkapan sukarela adalah pengungkapan butir-butir yang dilakukan secara sukarela oleh perusahaan tanpa diharuskan oleh peraturan yang berlaku. Salah satu cara bagi manajer untuk meningkatkan kredibilitas perusahaan adalah melalui pengungkapan sukarela secara lebih luas. Tujuan utama pelaporan keuangan adalah memberikan informasi yang dibutuhkan untuk pengambilan keputusan (*decision making*) oleh pihak-pihak yang berkepentingan. Informasi yang disajikan dalam laporan keuangan akan dipahami dan tidak menimbulkan

salah interpretasi hanya jika laporan keuangan dilengkapi dengan pengungkapan yang memadai.

Informasi yang disampaikan ke public berupa informasi non keuangan bisa berupa pengungkapan tentang kontribusi dalam tanggung jawab social perusahaan. Dalam penelitian (Martin and Moser 2016) mengungkapkan bahwa pengungkapan yang focus pada manfaat social akan mendapatkan respon positif dari investor dibandingkan dengan pengungkapan yang focus pada biaya operasional perusahaan.

Kontribusi perusahaan dalam menjaga lingkungan adalah syarat bagi perusahaan apabila ia akan beroperasi. Aturan ini ditegaskan dalam undang-undang yang dikeluarkan oleh kementerian lingkungan hidup, dimana dijelaskan bahwa suatu perusahaan yang melakukan kegiatan operasional di Indonesia haruslah mengikuti aturan tentang kepedulian terhadap lingkungan atau harus bertanggung jawab social.

BEHAVIORAL FINANCE

Pada awalnya, investor yang melakukan investasi tidak hanya melihat dari prospek investasi, tingkat pengembalian ataupun resiko yang diperoleh saja, tetapi faktor psikologi juga

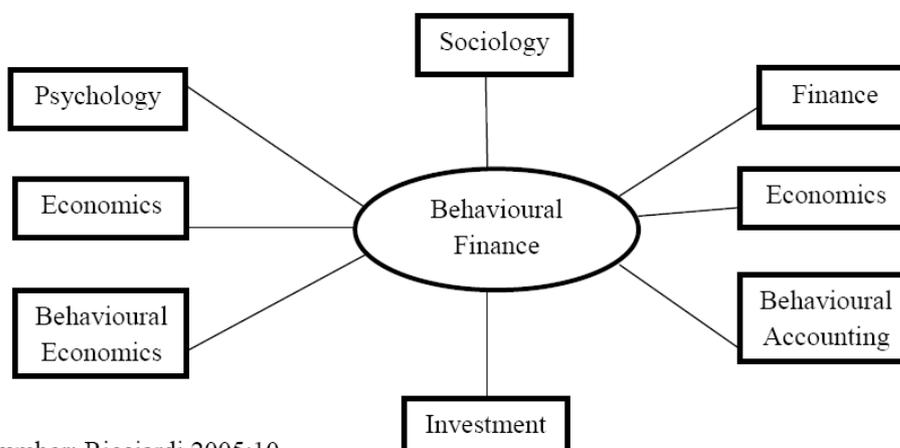
menentukan investasi. Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau perilaku keuangan (*Behaviour Finance*).

Menurut (Ricciardi and Simon 2000), *behavioral finance* mencoba menjelaskan dan meningkatkan pemahaman tentang pola – pola dari alasan investor termasuk aspek emosional dan derajat dari aspek tersebut dalam mempengaruhi proses pengambilan keputusan. Secara lebih spesifik *behavioral finance* mencoba mencari jawaban atas *what, why and how* keuangan dan investasi dari sudut pandang manusia. (Ricciardi and Simon 2000) membagi tiga kelompok individu yang memiliki kepentingan baik secara langsung/ tidak langsung terhadap *behavioral finance*:

- a. *Individual*, yang terdiri dari small investor, portfolio manager, pension board
- b. *Group*, yang terdiri dari investor reksadana (portfolio)
- c. *Organization*, misalnya *financial institution, non – profit organization - universities*.

Gambar 1

Behavioral Finance



Sumber: Ricciardi 2005:10

(Shefrin 2001) mendefinisikan *behaviour finance* adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Tingkah laku dari para para pemain saham tersebut dimana (Shefrin 2001) menyatakan tingkah laku para praktisi. (Baker and Nofsinger 2002) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia secara actual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan. Khususnya, mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan. Pada konsep yang diuraikan secara jelas menyatakan bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor

psikologi. Teori perilaku keuangan dapat diartikan sebagai aplikasi ilmu psikologi dalam disiplin ilmu keuangan. Perilaku keuangan merupakan analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan, yaitu suatu pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia (investor) melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor 8 psikologi. Perilaku keuangan bermaksud untuk memahami perilaku investor dalam mengambil keputusan investasi dan bertindak di pasar modal yang akan berpengaruh pada market performance (Qawi, 2010; Wendy, 2010; Shahzad dkk., 2013).

TEORI PERILAKU INVESTOR

a. *Regret Teory*

Ini berkaitan dengan orang-orang reaksi pengalaman emosional setelah

menyadari mereka telah membuat kesalahan dalam penilaian. Dihadapkan dengan prospek menjual saham, investor menjadi emosional terpengaruh oleh harga di mana mereka membeli saham. Jadi, mereka menghindari menjualnya sebagai cara untuk menghindari penyesalan karena telah membuat investasi yang buruk, serta malu melaporkan kerugian. Teori ini juga dapat berlaku bagi investor yang menemukan saham mereka telah dianggap membeli tapi tidak naik nilai. Beberapa investor menghindari kemungkinan merasa menyesal ini dengan mengikuti kebijaksanaan konvensional dan membeli hanya saham yang orang lain membeli, rasionalisasi keputusan mereka dengan "orang lain melakukannya" (Pareto, 1997).

b. *Theory of Mental Accounting*

Ini menyatakan bahwa manusia memiliki kecenderungan untuk menempatkan peristiwa tertentu kedalam kompartemen mental, dan perbedaan antara kompartemen ini kadang-kadang merupakan dampak dari perilaku kita dibandingkan dari peristiwa itu sendiri. Contoh teori ini digambarkan oleh sikap ragu-ragu untuk menjual investasi yang pernah

memiliki keuntungan yang sangat tinggi dan sekarang memiliki keuntungan sederhana. Ketika koreksi pasar menipiskan kekayaan bersih investor, mereka lebih ragu-ragu untuk menjual pada margin keuntungan yang lebih kecil. Mereka membuat kompartemen mental bagi keuntungan yang mereka pernah memiliki, menyebabkan mereka untuk menunggu return periode yang menguntungkan (Thaler, 2001).

c. *Prospect/Loss-Aversion-Theory*

Ini menunjukkan bahwa orang mengekspresikan tingkat yang berbeda dari emosi terhadap keuntungan dari arah kerugian. Individu lebih ditekankan oleh calon kerugian daripada mereka bahagia dari keuntungan yang sama. Investor sering membuat kesalahan dengan mengejar tindakan pasar dengan berinvestasi di saham atau dana yang mengumpulkan perhatian yang besar. Penelitian 12 menunjukkan bahwa uang mengalir ke risiko dana berkinerja tinggi lebih cepat daripada uang mengalir keluar dari dana yang tertinggal (Kahneman dan Tversky, 1979).

d. *Over/Under Reacting Theory*

Ia mengatakan bahwa investor mendapatkan optimis ketika pasar naik, dengan asumsi itu akan terus melakukannya. Sebaliknya, investor menjadi sangat pesimis di tengah kemerosotan. Konsekuensi dari anchoring, menempatkan terlalu banyak pentingnya pada peristiwa baru-baru sementara mengabaikan data historis, adalah over atau di bawah reaksi terhadap peristiwa pasar yang menghasilkan harga jatuh terlalu banyak pada berita buruk dan bangkit terlalu banyak beritabaik. Pada puncak optimisme, keserakahan investor bergerak saham luar nilai intrinsic mereka (Hong dan Stein, 1999).

e. *Theory of Overconfidence*

Ia mengatakan bahwa orang-orang pada umumnya menilai diri mereka sebagai atas rata-rata dalam kemampuan mereka. Mereka juga melebih-lebihkan ketepatan pengetahuan dan pengetahuan relative mereka kepada orang lain mereka. Banyak investor percaya bahwa mereka dapat secara konsisten waktu pasar. Namun dalam kenyataannya ada sejumlah besar bukti yang membuktikan sebaliknya.

Hasil terlalu percaya dalam perdagangan berlebih, dengan keuntungan biaya perdagangan Bimbang, (Tapia dan Yermo, 2007).

PERILAKU INVESTOR DI PASAR MODAL

Perilaku keuangan merupakan sebuah model yang menekankan implikasi potensial dari faktor psikologis yang mempengaruhi perilaku investor. Kemunculannya didorong oleh dugaan bahwa teori keuangan konvensional kurang memperhatikan bagaimana investor sebenarnya membuat keputusan investasi. Berbagai teori dan model keuangan mengasumsikan bahwa investor selalu berperilaku rasional dalam proses pengambilan keputusan investasi. Investor diasumsikan mau dan mampu menerima dan menganalisis semua informasi yang tersedia berdasarkan pemikiran rasionalitasnya. Akan tetapi, dalam kenyataannya investor seringkali menunjukkan perilaku yang bersifat irasional (cenderung bersifat judgment), sehingga keadaan ini menyimpang dari asumsi rasionalitas dan memiliki kecenderungan bias. Irasional ini terjadi karena investor memiliki emosi selain rasio. Keduanya bersinergi dalam membentuk reaksi jangka pendek maupun

perilaku jangka panjang manusia (Asri 2013).

Perilaku investor sangat dipengaruhi oleh informasi yang diterima. Sebab, informasi adalah bersifat individu. Artinya, individu mungkin akan memberikan reaksi yang berbeda terhadap sumber informasi yang sama. Hal ini menunjukkan bahwa individu menerima informasi dan merevisi keyakinan secara berurutan dalam proses berkelanjutan melalui penerimaan informasi yang terkandung dalam laporan keuangan dan juga dari sumber informasi lain seperti media, dan pengumuman lain yang dapat mempengaruhi keputusannya. Sehubungan dengan hal tersebut sebagai sumber informasi, laporan keuangan adalah penyedia informasi akuntansi yang relevan dan reliabel. Bahwa, informasi yang bermanfaat (*information usefulness*) bagi pengambilan keputusan lebih menekankan pada isi atau kandungan informasi (*content of information*) serta ketepatan waktu dalam memberikan keyakinan bagi investor atau mengubah keyakinan awal (*prior belief*) pengguna laporan keuangan.

BIAS KOGNITIF

Konsep berperilaku yang dapat menimbulkan perilaku irasional dalam pengambilan keputusan investasi

disebabkan karena adanya bias kognitif, yaitu proses berfikir yang tidak didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan rasional dan tidak dilengkapi dengan alasan-alasan yang kuat. Akibatnya kemungkinan akan terjadi penyimpangan persepsi, penyimpangan judgement, interpretasi yang tidak logis, atau yang banyak disebut sebagai *irrational*.(Asri 2013)

Menurut (Asri 2013) terdapat tiga kelompok bias kognitif, yaitu:

a. Bias Heuristic

Heuristic adalah proses pengambilan keputusan yang menggunakan informasi terbatas, lebih banyak mengandalkan pengalaman, ditambah intuisi secukupnya Fromlet (2001). Kelompok perilaku penyederhanaan proses pembuatan keputusan (heuristic), terdiri atas:

- *Availability*, adalah kecenderungan membuat keputusan hanya dengan menggunakan informasi yang tersedia saat itu saja.
- *Hindsight*, adalah kecenderungan orang untuk merasa bahwa suatu kejadian dapat diperkirakan sebelumnya hanya dengan melihat kejadian terakhir yang dialaminya.
- *Representativeness*, adalah kecenderungan manusia untuk

mengambil jalan pintas dalam membuat kesimpulan dengan menganggap bahwa sesuatu yang dihadapinya mewakili kelompok tertentu yang telah terstruktur dalam benaknya, meskipun kelompok itu belum tentu terwakili.

b. Bias Reaksi terhadap informasi

Pasar mungkin saja memberikan reaksi cepat terhadap informasi (seperti yang disyaratkan oleh Efficient Market Hypothesis), namun tidak tertutup kemungkinan adanya unsure subyektifitas, emosi, dan berbagai factor psikologis lainnya yang justru lebih dominan memperngaruhi reaksi tersebut. Bias Reaksi terhadap informasi dapat berupa:

- *overreaction*, adalah kecepatan reaksi seseorang yang disorong oleh kekhawatiran yang berlebihan, sehingga reaksi yang diberikan juga berlebihan dari yang seharusnya.
- *conservatism*, adalah perilaku seseorang yang memiliki kecenderungan lambat dalam memberikan reaksi terhadap informasi karena kesengajaan.
- *anchoring and adjustment*, adalah cara penilaian dalam ketidakpastian dengan berpegang erat pada informasi tertentu yang dimiliki

(dan ditetapkan sebagai “jangkar”) dan melakukan penyesuaian-penyesuaian yang dipandang perlu.

- *confirmation bias*, adalah subyektifitas orang terhadap informasi berlebihan sehingga ia begitu percaya pada sebuah informasi dan begitu tidak percaya pada informasi yang lain.

c. Bias pemahaman informasi dan penyesuaian diri

- *excessive optimism* adalah rasa optimis yang berlebihan menggambarkan perilaku seseorang yang cenderung *overestimate* terhadap frekuensi keberhasilan dan cenderung *underestimate* terhadap frekuensi kegagalan
- *overconfidence*, adalah penilaian seseorang terhadap kemampuan dirinya yang memiliki kemampuan di atas rata-rata.
- *framing effect*, adalah reaksi orang terhadap informasi yang disampaikan, dimana ia akan bereaksi positif jika informasi yang disampaikan dengan bingkai positif, dan akan bereaksi negative bila informasi (yang sama) disampaikan dengan bingkai negative.

- *disposition effect*, adalah sikap investor yang terburu-buru menjual atau melepaskan saham yang berkinerja bagus dan terlalu berlama-lama menahan saham yang berkinerja buruk.
- *mental accounting* diasumsikan bahwa manusia membagi uangnya ke dalam kelompok-kelompok (account) tertentu berdasarkan tujuan pemanfaatan uang tersebut.

TEORI-TEORI YANG MENDASARI PRAKTIK CSR

Gray et al. (1995) mengemukakan beberapa teori yang melatarbelakangi perusahaan untuk melakukan pengungkapan sosial, yaitu:

a. *Decision Usefulness Studies.*

Teori ini memasukkan para pengguna laporan akuntansi yang lain selain para investor ke dalam kriteria dasar pengguna laporan akuntansi sehingga suatu pelaporan akuntansi dapat berguna untuk pengambilan keputusan ekonomi oleh semua unsure pengguna laporan tersebut.

b. *Economic Theory Studies.*

Studi ini berdasarkan *economic agency theory*. Teori tersebut membedakan antara pemilik perusahaan dengan pengelola perusahaan dan menyiratkan bahwa peng-

elola perusahaan harus memberikan laporan pertanggungjawaban atas segala sumbu berdaya yang dimiliki dan dikelolanya kepada pemilik perusahaan.

c. *Social and Political Studies.*

Sektor ekonomi tidak dapat dipisahkan dari kehidupan politik, sosial, dan kerangka institusional tempat ekonomi berada. Studi social dan politik mencakup dua teori utama, yaitu:

pertama *Stakeholder Theory* yang mengasumsikan bahwa eksistensi perusahaan ditentukan oleh para *stakeholders*. Fokus utama dalam teori ini yaitu bagaimana perusahaan memonitor dan merespon kebutuhan para *stakeholders*-nya.

Kedua, *Legitimacy Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan harus dapat menyesuaikan diri dengan system nilai yang telah diterapkan masyarakat. Usaha perusahaan antara lain diwujudkan melalui pengungkapan sosial. Hal tersebut dilaksanakan dengan tujuan agar aktivitas dan keberadaan perusahaan terlegitimasi di mata masyarakat.

Teori-teori lain yang mendukung praktik pengungkapan sosial, yaitu teori kontrak sosial. Teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan

sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari suatu komunitas.

GREEN INVESTMENTS

Terdapat definisi yang berbeda dari green investmen, menurut Penelitian (Voica, Panait et al. 2015), investasi hijau dapat menggabungkan pendekatan investasi lainnya, seperti ESG (environmental, social and governance), SRI (sustainable responsibility investing), RI (responsible investing), SI (sustainable investing), double or triple bottom-line investing, universal ownership concept etc. The relationship between those different aspects might be complementary or in competition.

Green investasi yang dipelajari dalam (Voica, Panait et al. 2015) Green equity (kekayaan hijau) dan green bonds (Obligasi hijau)

1. *Green equity*

Ekuitas hijau mengambil banyak bentuk dan pendekatan untuk investasi hijau, tapi entah bagaimana mereka memiliki tingkat kejelasan dan transparansi yang rendah, ini menjadi alasan mengapa kami memutuskan untuk menyelidiki indeks saham,

yang memiliki tingkat transparansi besar. Mereka (saham) adalah alat yang paling sering digunakan untuk investasi hijau karena komparatif mereka, dan kemungkinan untuk memberikan titik acuan dalam hal investasi aktif.

Terdapat beberapa indeks saham yang telah menerapkan konsep ramah lingkungan, efisiensi energi, pengelolaan dan lain-lain seperti FTSE4 Good Seri dan Dow Jones Sustainability, FTSE Environmental Market, S&P Eco, Wilderhill New Energy Innovation, S&P Carbon Efficient.

2. *Green Bonds*

Obligasi hijau adalah cara lain untuk meningkatkan modal yang diperlukan untuk investasi hijau. Salah satu contoh terbaik adalah program Bank Dunia Hijau Obligasi dikembangkan dalam kemitraan dengan Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) untuk mengatasi kebutuhan dari investor untuk obligasi triple-A dalam mendukung proyek-proyek yang terlibat dalam transisi ke rendah karbon dan tindakan perubahan pengembangan iklim.

KAJIAN PUSTAKA

Beberapa penelitian tentang perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi terkait pengungkapan informasi telah dilakukan oleh beberapa peneliti diantaranya (Lyon, Lu et al. 2013, Rodgers, Choy et al. 2013, Dhaoui 2015, Martin and Moser 2016). Mereka menjelaskan bahwa investor berperilaku positif atas informasi yang diungkapkan pada laporan keuangan. Namun perilaku yang muncul akan berbeda-beda berdasarkan psikologi investor.

Penelitian tentang reaksi investor pada pengungkapan informasi secara sukarela dilakukan oleh (Martin and Moser 2016). Dia menguji reaksi investor apabila perusahaan mengungkapkan *Green Investment* atau tidak mengungkapkan pada laporan keuangan, dan juga menguji reaksi investor apabila *green investment* focus pada biaya atau focus pada manfaat social. Alat analisis yang digunakan adalah *Experiment Research* (Penelitian eksperimen) yang dilakukan di pasar eksperimen yang menggunakan *software z-tree* di laboratorium computer. Partisipan yang terlibat sebanyak 90 orang, terdiri dari 55% pria dengan rata-rata usia 21 tahun yang dibagi dalam tiga sesi, dengan setiap sesinya 30 orang. Pada

setiap sesi partisipan diberi peran, yaitu 1) sebagai seorang manajer yang memiliki saham perusahaan, 2) pemegang saham lain dalam perusahaan, 3) satu dari tiga investor potensial dalam perusahaan.

Hasil penelitian diperoleh bahwa investor akan bereaksi pada perusahaan untuk keputusan investasi apabila dalam laporan keuangan ada pengungkapan *green investment* dibandingkan yang tidak ada pengungkapannya dan juga investor akan bereaksi positif pada keputusan investasinya apabila pengungkapan *green investment* tersebut lebih focus pada manfaat social dibandingkan pada biaya. Respon positif investor pada pengungkapan investasi hijau minimal berdasarkan pada manfaat sosial yang berhubungan dengan investasi membantu kita lebih memahami peningkatan yang pesat dalam dana SRI (Forum Yayasan Investasi Social, 2012).

Penelitian tentang perilaku investor juga dilakukan oleh (Dhaoui 2015), yaitu bagaimana sentiment investor dapat membuat perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi. Dia menguji sentiment investor dalam bentuk kepercayaan optimis dan pesimis di masa depan dari pasar saham pada tingkat perdagangannya. Data yang digunakan

adalah data time series mingguan dari harga saham dan volume perdagangan dengan periode waktu yang digunakan adalah mulai Juli 1987 sampai Mei 2014 yang diperoleh dari *Yahoo Finance*. Data yang dikumpulkan dalam bentuk:

1. Harga Saham, yaitu dalam penelitian ini menggunakan persentase return pasar saham dalam bentuk logaritma harga saham dikalikan 100 (Chen, 2012).
2. Volume Perdagangan, yaitu volume transaksi perdagangan yang diekspresikan dalam Logaritma Natural (Ln)
3. Market Trend (MT), yaitu selisih antara harga penutupan dan harga terendah x-hari dibagi dengan selisih antara harga tertinggi x-hari dan harga terendah x-hari.

Analisis yang digunakan untuk menguji hubungan variable dalam jangka panjang adalah VECM (Vector Error Correction Model) . variable dependennya adalah Return Saham dan variable independennya adalah sentiment investor yang berupa optimis shocks dan pesimis shocks.

Hasil analisis diperoleh bahwa respon investor (reaksi Optimis dan Pesimis) terjadi pada peningkatan atau penurunan volume perdagangan.

Model VECM menunjukkan sensitivitas perilaku perdagangan investor yang lebih tinggi terhadap perkiraan pesimis mereka daripada perkiraan optimis mereka (dilihat berdasarkan tanda negative pada hasil ECM). Investor yang Optimis, sikap Investor adalah menunggu evolusi positif pasar saham dan yakin pasar akan bereaksi agresif sehingga meningkatkan volume perdagangan mereka, namun kenyataannya justru pasar bergerak tidak seperti yang diharapkan, dan akhirnya mereka kehilangan kepercayaan diri. Ini disebut sebagai kejutan optimis. Investor yang Pesimis, sikap investor banyak waspada, mereka memiliki kepekaan yang tinggi atas pengalaman perdagangan, dan pada akhirnya justru pasar akan bergerak baik, ini disebut sebagai kejutan pesimis.

(Guo, Sun et al. 2017)

mejelaskan bahwa dengan berkembangnya jaringan sosial, interaksi antara investor di pasar saham menjadi lebih cepat dan nyaman. Dengan demikian, sentimen investor yang dapat mempengaruhi keputusan investasi mereka dapat dengan cepat menyebar dan diperbesar melalui jaringan, dan sampai batas tertentu pasar saham dapat terpengaruh. Makalah ini mengumpulkan data komentar pengguna dari situs jejaring sosial profesional populer di pasar saham

China yang disebut Xueqiu, maka data sentimen investor dapat diperoleh melalui analisis semantik. Analisis dinamika hubungan antara sentimen investor dan pasar saham diusulkan berdasarkan metode Thermal Optimal Path (TOP). Hasilnya menunjukkan bahwa data sentimen tidak selalu mengarah pada harga pasar saham, dan dapat digunakan untuk memprediksi harga saham hanya jika saham memiliki perhatian investor yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh (Lyon, Lu et al. 2013) menjelaskan bahwa bahwa perusahaan yang memenangkan Penghargaan Perusahaan Hijau di China dari tahun 2008 sampai 2011 mengalami rata-rata yang tidak signifikan dan dalam beberapa kasus memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap nilai pemegang saham. Berbagai cek ketahanan menunjukkan bahwa temuan ini tidak didorong oleh ketidakefisienan pasar saham China atau kurangnya kredibilitas penghargaan yang dirasakan. Selain itu, kami menemukan variasi penting dalam tanggapan di seluruh perusahaan: pemegang saham perusahaan di industri dengan polusi rendah dan perusahaan dengan kepemilikan pribadi terutama merespons secara negatif pengumuman penghargaan. Selanjutnya, rekan-rekan

perusahaan pemenang menunjukkan hasil pengumuman yang lebih tinggi daripada pemenang penghargaan. Hasil kami menunjukkan bahwa manfaat utama dari environmentalisme perusahaan di China datang melalui membangun hubungan yang lebih kuat dengan pemerintah, dan sebaliknya pasar umumnya menghambat perusahaan dari kepemimpinan lingkungan.

Penelitian empiris sebelumnya telah menemukan hasil yang beragam untuk dampak investasi corporate social responsibility (CSR) terhadap kinerja keuangan perusahaan (CFP). Dalam paper yang disampaikan oleh (Rodgers, Choy et al. 2013)Makalah ini memberikan kontribusi pada literatur dengan mengeksplorasi model pengambilan keputusan investor dua tahap yang mencakup hubungan antara upaya inovasi perusahaan, CSR, dan kinerja keuangan. Kami secara bersamaan memeriksa dampak CSR terhadap ukuran kinerja keuangan berbasis akuntansi (keuangan kesehatan) dan pengukuran kinerja keuangan berbasis pasar (Tobin's Q). Dari sampel warga perusahaan utama, kami menemukan bahwa: (1) komitmen tanggung jawab sosial perusahaan (CSR) berkontribusi pada kinerja keuangannya; (2) Setelah mengendalikan investasi untuk

kegiatan inovasi, CSR terus memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan; (3) dimensi pelanggan CSR berpengaruh positif terhadap ukuran CFP, sedangkan dimensi karyawan menunjukkan dampak signifikan hanya pada kesehatan finansial; Dan (4) dimensi relasi masyarakat CSR hanya mempengaruhi ukuran CFP berbasis pasar perusahaan dengan intensitas inovasi yang tinggi.

Menurut (Heinkel, Kraus et al. 2001) Green Investment dilihat dari sisi Perusahaan dan Investor. Dari sisi Investor, ada dua jenis investor, yaitu:

1. Green Investor, yaitu investor yang menolak saham-saham yang tidak menerima investasi hijau

2. Normal Investor, yaitu investor yang tidak memiliki pilihan saham dari perusahaan lain

Dari sisi perusahaan, ada tiga jenis perusahaan, yaitu

1. *Accepted Firm*, yaitu perusahaan yang diterima Karena memenuhi kriteria hijau
2. *Unaccepted Firm*, yaitu perusahaan yang tidak diterima Karena tidak memenuhi kriteria hijau
3. *Reformer Firm*, yaitu Perusahaan yang sebelumnya tidak diterima, namun setelah mengeluarkan biaya tertentu akhirnya dapat diterima

Tabel 1

Hasil Penelitian Tentang Perilaku Investor Dengan Adanya Pengungkapan Sukarela atas Informasi (*Voluntary Disclosure*)

PENELITI / TAHUN	VARIABEL/PENGUKURAN	HASIL PENELITIAN
(Guo, Sun et al. 2017)	<ul style="list-style-type: none"> - Variabel Independen: Sentimen investor, diukur dengan menggunakan rumus $X(t) = \ln[\text{sentiment}(t)] - \ln[\text{sentiment}(t - 1)]$ - Variabel Dependen: Harga saham, diukur dengan menggunakan rumus $Y(t) = \ln[\text{price}(t)] - \ln[\text{price}(t - 1)]$ 	<p>Sentimen investor tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham setiap saat. Hanya jika kekhawatiran pasar saham berada pada tingkat tinggi tertentu dan sampel investor memiliki universalitas dan representasi tertentu.</p> <p>Meski sentimen investor tidak selalu bisa memprediksi pasar saham, namun indikator penting untuk menyajikan kinerja pasar dalam jumlah besar</p>
(Martin and	- Variabel Independen: Pengungkapan	Pengungkapan green investment

Moser 2016)	<p>Green Investment menggambarkan kegiatan investasi yang dilakukan suatu perusahaan berdasarkan ramah lingkungan.</p> <p>Pengukurannya adalah: Bagian laba yang digunakan untuk investasi pada pengurangan emisi karbon pada laporan keuangan.</p> <p>- Variabel Dependen: Reaksi Investor investor Menggambarkan reaksi investor untuk mengambil keputusan investasi, yang diukur dengan <i>Standard winning bid</i></p>	<p>berpengaruh positif pada reaksi investor</p> <p>Investor memberikan reaksi positif pada pengungkapan green investment yang memiliki manfaat social dibandingkan dengan green investmen yang focus pada biaya perusahaan</p> <p>Manager yang membuat green investmen lebih sering diungkapkan pada investor membuat mereka bekerja dengan baik dibandingkan tidak membuat laporan</p>
(Dhaoui 2015)	<p>- Variabel Independen: Psikologi investor, dikategorikan dalam dua jenis:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Pesimis shocks</i> (PS), diukur dengan ΔP_t jika $Sign(\Delta P_t) \neq Sign(\Delta MT_t)$ 2. <i>Optimis shocks</i> (OS), diukur dengan ΔP_t jika $Sign(\Delta P_t) = Sign(\Delta MT_t)$ $MT = \frac{Closingprices_t - Lowestprices_{t,t-3}}{Highestprices_t - Lowestprices_{t,t-3}}$ <p>- Variabel Dependen: Volume Perdagangan diukur dengan menggunakan volume transaksi yang diekspresikan dengan Logaritma Natural (ln)</p>	<p>Hasil penelitian menemukan bahwa selama periode pesimis, investor banyak waspada. Dalam periode optimis dan normal, mereka kurang perhatian. sensitivitas perilaku perdagangan investor lebih tinggi terhadap perkiraan pesimis mereka daripada perkiraan optimis mereka</p>
(Lyon, Lu et al. 2013)	<p>- Variabel Independen: Ukuran perusahaan, intensitas polusi industry, konsentrasi industry, rasio hutang</p> <p>- Variabel Dependen: Pengumuman Penghargaan yang diukur berdasarkan nilai CAAR</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memenangkan Green Company Awards tahunan di China dari tahun 2008 sampai 2011 mengalami dampak non-positif terhadap nilai pemegang saham.</p> <p>Pemeriksaan kekokohan menunjukkan bahwa temuan ini tidak didorong oleh kurangnya kejutan pengumuman berita ke pasar, ketidakefisienan pasar keuangan China, atau kurangnya kredibilitas penghargaan yang dirasakan.</p>
(Rodgers, Choy et al.	<p>- Variabel Independen: CSR, diukur dengan Indeks CSR (CSRI)</p>	<p>Hasil yang diperoleh adalah: (1) komitmen tanggung jawab sosial</p>

2013)	<p>- Variabel Dependen: Kinerja Keuangan Pasar, diukur dengan menggunakan Tobin's Q</p>	<p>perusahaan (CSR) berkontribusi pada kinerja keuangannya; (2) Setelah mengendalikan investasi untuk kegiatan inovasi, CSR terus memberikan dampak positif terhadap kinerja keuangan perusahaan; (3) dimensi pelanggan CSR berpengaruh positif terhadap ukuran CFP, sedangkan dimensi karyawan menunjukkan dampak signifikan hanya pada kesehatan finansial; Dan (4) dimensi relasi masyarakat CSR hanya mempengaruhi ukuran CFP berbasis pasar perusahaan dengan intensitas inovasi yang tinggi</p>
-------	--	---

Sumber: Dari berbagai referensi

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan teori dan tinjauan pustaka yang telah dijelaskan di atas, dapat dijelaskan bahwa dalam pengambilan keputusan investasi, seorang investor dapat berperilaku positif maupun negative atas suatu informasi yang diungkapkan dalam laporan keuangan. Dalam teori perilaku investor, *Theory of Mental Accounting* yang dikemukakan oleh Thaler (2001), merupakan teori yang sesuai untuk menjelaskan fenomena ini.

Teori yang melatarbelakangi perusahaan untuk melakukan pengungkapan social menurut Gray et al. (1995) yang relevan dengan reaksi investor pada pengungkapan informasi sukarela (*voluntary disclosure*) berupa pengungkapan green investment, adalah *decision usefulness studies*. Teori ini

memasukkan para pengguna laporan akuntansi yang lain selain para investor kedalam criteria dasar pengguna laporan akuntansi sehingga suatu pelaporan akuntansi dapat berguna untuk pengambilan keputusan ekonomi oleh semua unsure pengguna laporan tersebut.

Laporan keuangan tersebut yang sifatnya *voluntary disclosure* dapat memberikan informasi kepada investor sehingga investor dapat bereaksi untuk berperilaku atau bertindak dalam pengambilan keputusan. Investor akan bereaksi positif apabila informasi yang disampaikan dalam laporan keuangan mengungkapkan *green investment* yang lebih focus pada manfaat social.

Perilaku investor dalam menanggapi informasi yang diungkapkan secara sukarela akan menghasilkan reaksi

yang berbeda sesuai dengan tipe sentiment investor. Investor yang memiliki sikap pesimis justru akan meningkatkan volume perdagangan sahamnya dibandingkan investor yang memiliki sikap optimis. Hal ini menunjukkan bahwa ada sikap irrasional yang dimunculkan dari investor. Investor yang pesimis justru selama periode perdagangan, dia akan berhati-hati dan waspada terhadap fluktuasi harga saham yang akan terjadi, sehingga dia dapat mengantisipasi kegagalan yang akan terjadi.

Sentimen investor tidak selalu mengarah pada harga pasar saham, dan dapat digunakan untuk memprediksi harga saham hanya jika saham memiliki perhatian investor yang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa investor memiliki *framing effect*, yaitu reaksi orang terhadap informasi yang disampaikan, dimana ia akan bereaksi positif jika informasi yang disampaikan dengan bingkai positif, dan akan bereaksi negatif bila informasi (yang sama) disampaikan dengan bingkai negatif.

SIMPULAN

Kesimpulan yang dapat diambil berdasarkan penjelasan pada pembahasan adalah sebagai berikut:

1. Investor bereaksi berdasarkan informasi yang muncul

2. Reaksi investor pada pengungkapan sukarela atas informasi keuangan menimbulkan sikap yang berbeda-beda karena adanya factor psikologis.
3. Sikap pesimis shocks investor akan meningkatkan volume penjualan saham.
4. Jenis investor yang memiliki respon terhadap pengungkapan sukarela green investmen adalah Green Investor, yaitu investor yang menolak saham-saham yang tidak menerima investasi hijau dan Normal Investor, yaitu investor yang tidak memiliki pilihan saham dari perusahaan lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri, M. (2013). "Keuangan Keperilakuan." Fakultas Ekonomi dan Bisnis UGM, BPFE-Yogyakarta.
- Baker, H. K. and J. R. Nofsinger (2002). "Psychological biases of investors." Financial services review11(2): 97.
- Dhaoui, A. (2015). "Empirical Linkages between Trading Volume and Stock Markets Shocks: When Sentiments Drive Investors'

- Behavior." Journal of Economic and Social Studies5(2): 105.
- Guo, K., et al. (2017). "Can investor sentiment be used to predict the stock price? Dynamic analysis based on China stock market." Physica A: Statistical Mechanics and its Applications469: 390-396.
- Heinkel, R., et al. (2001). "The effect of green investment on corporate behavior." Journal of Financial and Quantitative Analysis36(04): 431-449.
- Lyon, T., et al. (2013). "How do investors respond to Green Company Awards in China?" Ecological Economics94: 1-8.
- Martin, P. R. and D. V. Moser (2016). "Managers' green investment disclosures and investors' reaction." Journal of Accounting and Economics61(1): 239-254.
- Ricciardi, V. and H. K. Simon (2000). "What is behavioral finance?".
- Rodgers, W., et al. (2013). "Do investors value a firm's commitment to social activities?" Journal of business ethics114(4): 607-623.
- Shefrin, H. (2001). "Behavioral corporate finance."
- Voica, M. C., et al. (2015). "Green Investments – Between Necessity, Fiscal Constraints and Profit." Procedia Economics and Finance22: 72-79.

