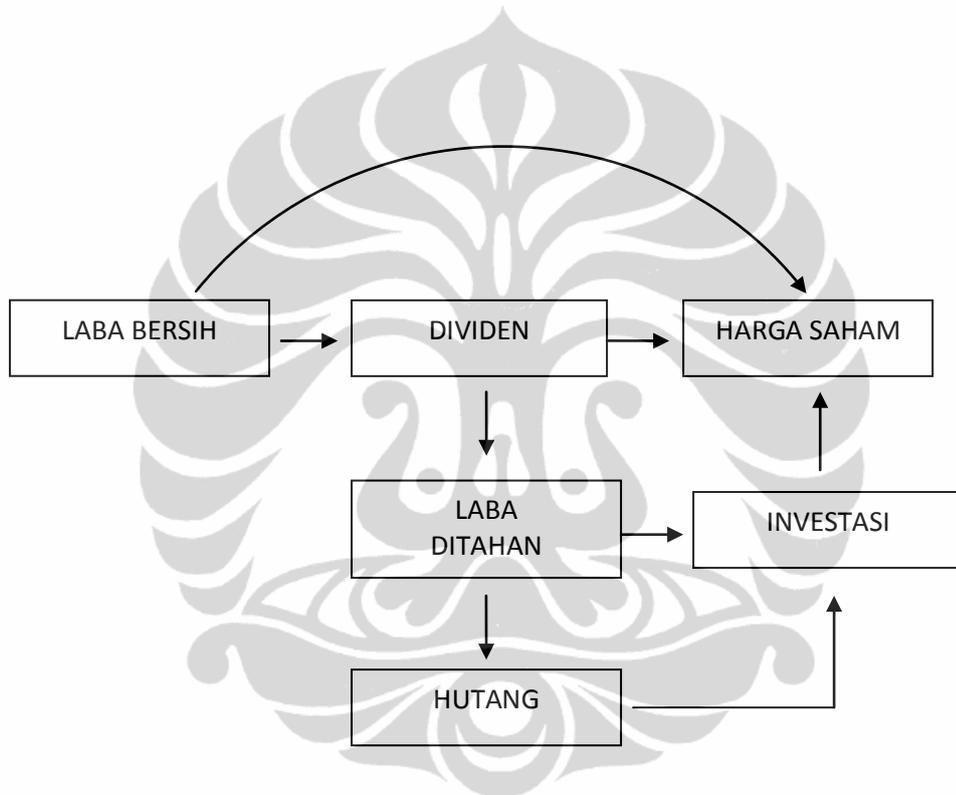


BAB 5 HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Model pengolahan data yang menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) menuntut pengolahan data melalui dua tahap yaitu uji kecocokan model dan uji signifikansi. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 3.1 Model Penelitian

5.1. PERIODE 2006

Berdasarkan data yang ada didapat hasil bahwa untuk tahun 2006 model menunjukkan hasil uji kecocokan model sebagai berikut:

Tabel 5.1. Uji Kecocokan (*Goodness-of-Fit*) Model Periode 2006

No.	Ukuran GOF	Target tingkat kecocokan	Hasil estimasi	Tingkat Kecocokan
1.	Chi-Square p	Nilai yang kecil $p > 0.05$	$P = 0.0$	Kurang Baik
2.	NCP Interval	Nilai yang kecil interval yang sempit	(0.0; 0.0)	Baik
3.	RMSEA p (close fit)	$RMSEA \leq 0.05$ $p \geq 0.5$	0 $P = 1$	Baik
4.	ECVI	Nilai yang kecil dan dekat dengan ECVI saturated	$M = 0.43$ $S = 0.521$ $I = 1.55$	Baik
5.	AIC	Nilai yang kecil dan dekat dengan AIC Saturated	$M = 29.05$ $S = 42$ $I = 125$	Baik
6.	CAIC	Nilai yang kecil dan dekat dengan CAIC saturated	$M = 76$ $S = 113$ $I = 145$	Baik
7.	NFI	$NFI \geq 0.9$	0.99	Baik
8.	NNFI	$NNFI \geq 0.9$	1.13	Baik
9.	CFI	$CFI \geq 0.9$	1	Baik
10.	IFI	$IFI \geq 0.9$	1.06	Baik
11.	RFI	$RFI \geq 0.9$	0.98	Baik
12.	CN	$CN \geq 200$	1446	Baik
13.	RMR	Standardized $RMR \leq 0.05$	0.18	Kurang Baik
14.	GFI	$GFI \geq 0.9$	0.87	Kurang Baik
15.	AGFI	$AGFI \geq 0.9$	0.6	Kurang Baik

Berdasarkan tabel di atas pada uji pengukuran *chis-square*, *RMR*, *GFI*, dan *AGFI* model dinilai kurang baik, dengan demikian ada 4 (empat) uji yang hasilnya kurang baik. Uji kecocokan pada 11 pengukuran lain menunjukkan

model baik. Dengan memenuhi 11 dari 15 ukuran GOF, dengan demikian model dikatakan secara keseluruhan cukup baik. Menurut Wijanto (2007) terdapat beberapa ukuran model kecocokan dalam SEM dan penilaian kecocokan model dinilai berdasarkan berapa banyak ukuran model yang dapat dipenuhi nilai kecocokannya oleh model penelitian. Makin banyak nilai target kecocokan dari ukuran *Goodness of Fit* yang terpenuhi oleh model, maka model penelitian makin baik.

Hasil uji selanjutnya adalah pengujian signifikansi tiap-tiap hubungan di dalam model. Hasil uji signifikansi dari model setelah diuji dengan uji t menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 5.2. Hasil Uji Signifikansi 2006

Hipotesis	Path	Nilai - t	Kesimpulan
1.	Laba Bersih → Dividen	0.29	Tidak Signifikan
2.	Dividen → Laba Ditahan	0.34	Tidak Signifikan
3.	Laba Ditahan → Hutang	0.93	Tidak Signifikan
4.	Hutang → Investasi	1.44	Tidak Signifikan
5.	Laba Ditahan → Investasi	36.1	Signifikan
6.	Investasi → Harga Saham	2.37	Signifikan
7.	Laba Bersih → Harga Saham	0.26	Tidak Signifikan
8.	Dividen → Harga Saham	0.05	Tidak Signifikan

Laporan laba bersih (*Net Income /Net Earning statement*) menjadi bahan kajian yang sangat penting untuk menganalisis kinerja perusahaan yang terdaftar dalam bursa saham. Analisis fundamental menggunakan laba bersih untuk memperkirakan apakah sebuah saham perusahaan layak dibeli. Asumsi yang digunakan kemudian adalah bahwa data akuntansi tersebut menggambarkan nilai fundamental perusahaan dan arah perubahannya

Pertumbuhan dan penurunan laba bersih secara empiris cukup erat kaitannya dengan pergerakan harga saham perusahaan. Jika ekspektasi terhadap pertumbuhan laba bersih perusahaan di masa mendatang mendominasi sentimen bursa maka seringkali menjadi penyebab kenaikan harga saham di bursa. Namun jika aktual laba bersih lebih rendah dari ekspektasi seringkali menyebabkan penurunan harga saham. Sebaliknya jika ekspektasi para investor di bursa didominasi oleh penurunan laba bersih perusahaan maka umumnya diikuti oleh penurunan harga saham. Namun jika hal tersebut tidak terjadi maka akan diikuti oleh kenaikan harga saham.

Hasil penelitian pada tahun 2006 menunjukkan bahwa hubungan antara laba bersih dengan dividen tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun ada kenaikan dan penurunan laba bersih tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang ditunjukkan oleh harga saham. Hasil selanjutnya mengenai besaran dividen menunjukkan bahwa dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, namun ternyata nilai investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pengaruh positif antara kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan memberikan implikasi semakin besar dividen yang akan dibagikan akan semakin meningkatkan pendanaan yang digunakan baik dari sumber internal maupun eksternal. Terkait dengan kebijakan pendanaan terlihat bahwa nilai laba ditahan berpengaruh terhadap nilai investasi perusahaan yang dalam penelitian didekati dengan variabel perubahan nilai aset tidak lancar (*fix asset*).

Besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada kurangnya sumber pendanaan internal sebagai sumber pendanaan urutan pertama yang memiliki biaya paling murah (*pecking order theory*). Sehingga perusahaan akan mengambil keputusan pendanaan yang kedua dengan menambah hutang. Apabila dikaji melalui teori keagenan, bertambahnya hutang dapat diartikan sebagai salah satu upaya perusahaan untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemilik, Karena dengan hadirnya pada perusahaan, maka debtholders akan turut serta melakukan pengawasan terhadap manajemen.

Selanjutnya juga ditemukan bahwa dividen tidak mempengaruhi secara signifikan kenaikan atau penurunan laba ditahan (*retained earning*) dan juga

selanjutnya laba ditahan (*retained earning*) tidak mempengaruhi tingkat hutang. Terkait dengan nilai laba ditahan dari tabel ditunjukkan, berpengaruh terhadap nilai investasi. Hubungan yang tidak signifikan antara laba ditahan dan tingkat hutang tampaknya tidak menggambarkan secara tegas sesuai dengan *teori pecking order*, yang menyatakan kenaikan tingkat laba ditahan akan menyebabkan penurunan tingkat hutang. Selanjutnya pendanaan untuk investasi akan sebagian besar menggunakan laba ditahan. Kemungkinan lain adalah penggunaan secara sama besar sumber pendanaan laba ditahan dan hutang bagi keperluan investasi.

Besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada kurangnya sumber pendanaan internal sebagai sumber pendanaan urutan pertama yang memiliki biaya paling murah (*pecking order theory*). Sehingga perusahaan akan mengambil keputusan pendanaan yang kedua dengan menambah hutang. Apabila dikaji melalui teori keagenan, bertambahnya hutang dapat diartikan sebagai salah satu upaya perusahaan untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemilik, Karena dengan hadirnya pada perusahaan, maka *debtholders* akan turut serta melakukan pengawasan terhadap manajemen.

Keputusan pendanaan dengan hutang memang relevan dalam upaya meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Namun manfaat tersebut tidak dapat direalisasi tanpa didukung keputusan investasi yang menguntungkan. Karena dengan keputusan pendanaan saja hanya akan mengalihkan kesejahteraan dari bond holders kepada stock holder dan pengalihan resiko dari stockholder kepada bondholders.

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*), hasil penelitian ini mendukung teori tersebut. Pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Karena jenis investasi tersebut akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang, dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan tersebut didasarkan pada asumsi maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberi *net present value* positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisa melalui metode yang ada, dengan kesimpulan

investasi yang dipilih menghasilkan NPV positif. Dengan demikian pengeluaran investasi akan memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham perusahaan.

5.2. PERIODE 2007

Model yang sama selanjutnya digunakan untuk melihat relasi antara laba bersih, dividen, kebijakan pendanaan, dan kebijakan investasi terhadap nilai perusahaan pada tahun 2007. Pengolahan data pada tahun 2007 dengan model di atas kemudian diuji dengan uji kecocokan secara statistik (*Goodness of Fit*). Hasil uji kecocokan tersebut didapat hasil sebagai berikut:

Tabel 5.3. Uji Kecocokan (*Goodness-of-Fit*) Model Periode 2007

No.	Ukuran GOF	Target tingkat kecocokan	Hasil estimasi	Tingkat Kecocokan
1.	Chi-Square p	Nilai yang kecil $p > 0.05$	$P = 0.00018$	Baik
2.	NCP Interval	Nilai yang kecil interval yang sempit	(0.0; 13.21)	Baik
3.	RMSEA p (close fit)	$RMSEA \leq 0.05$ $p \geq 0.5$	0.008 $P = 0.26$	Baik
4.	ECVI	Nilai yang kecil dan dekat dengan ECVI saturated	$M = 0.0478$ $S = 0.0441$ $I = 2.253$	Baik
5.	AIC	Nilai yang kecil dan dekat dengan AIC Saturated	$M = 40.23$ $S = 42$ $I = 326.84$	Baik
6.	CAIC	Nilai yang kecil dan dekat dengan CAIC saturated	$M = 96.63$ $S = 39.65$ $I = 111.67$	Baik
7.	NFI	$NFI \geq 0.9$	0.98	Baik
8.	NNFI	$NNFI \geq 0.9$	0.97	Baik
9.	CFI	$CFI \geq 0.9$	0.99	Baik
10.	IFI	$IFI \geq 0.9$	0.99	Baik
11.	RFI	$RFI \geq 0.9$	0.93	Baik
12.	CN	$CN \geq 200$	158	Kurang Baik
13.	RMR	Standardized $RMR \leq 0.05$	0.034	Baik

14.	GFI	$GFI \geq 0.9$	0.92	Baik
15.	AGFI	$AGFI \geq 0.9$	0.58	Kurang Baik

Dari 15 ukuran kecocokan, model ternyata mendapatkan nilai baik pada 13 ukuran dan 2 ukuran kurang baik. Secara keseluruhan model baik. Menurut Wijanto (2007) terdapat beberapa ukuran model kecocokan dalam SEM dan penilaian kecocokan model dinilai berdasarkan berapa banyak ukuran model yang dapat dipenuhi nilai kecocokannya oleh model penelitian. Makin banyak nilai target kecocokan dari ukuran *Goodness of Fit* yang terpenuhi oleh model, maka model penelitian makin baik.

Uji selanjutnya adalah pengujian signifikansi hubungan-hubungan yang terjadi dalam model. Hasil uji signifikansi dari model setelah diuji dengan uji t menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel. 5.4. Uji Signifikansi Model Periode 2007

Hipotesis	Path	Nilai - t	Kesimpulan
1.	Laba Bersih → Dividen	1.75	Tidak Signifikan
2.	Dividen → Laba Ditahan	3.75	Signifikan
3.	Laba Ditahan → Hutang	11.27	Signifikan
4.	Hutang → Investasi	1.22	Tidak Signifikan
5.	Laba Ditahan → Investasi	1.30	Tidak Signifikan
6.	Investasi → Harga Saham	0.47	Tidak Signifikan
7.	Laba Bersih → Harga Saham	15.32	Signifikan
8.	Dividen → Harga Saham	11.31	Signifikan

Laporan laba bersih (*Net Income /Net Earning statement*) menjadi bahan kajian yang sangat penting untuk menganalisis kinerja perusahaan yang terdaftar dalam bursa saham. Analisis fundamental menggunakan laba bersih untuk memperkirakan apakah sebuah saham perusahaan layak dibeli. Asumsi yang digunakan kemudian adalah bahwa data akuntansi tersebut menggambarkan nilai fundamental perusahaan dan arah perubahannya, maka seharusnya informasi akuntansi tersebut berdampak terhadap saham perusahaan.

Pertumbuhan dan penurunan laba bersih secara empiris cukup erat kaitannya dengan pergerakan harga saham perusahaan. Jika ekspektasi terhadap pertumbuhan laba bersih perusahaan di masa mendatang mendominasi sentimen bursa maka seringkali menjadi penyebab kenaikan harga saham di bursa. Namun jika aktual laba bersih lebih rendah dari ekspektasi seringkali menyebabkan penurunan harga saham. Sebaliknya jika ekspektasi para investor di bursa didominasi oleh penurunan laba bersih perusahaan maka umumnya diikuti oleh penurunan harga saham. Namun jika hal tersebut tidak terjadi maka akan diikuti oleh kenaikan harga saham.

Pada tahun 2007 berdasarkan data yang ada dan pemodelan didapat hasil sesuai dengan hasil pada tabel diatas terlihat bahwa laba bersih tidak berpengaruh terhadap dividen. Dividen dari hasil penelitian berpengaruh positif terhadap laba ditahan dan selanjutnya berpengaruh terhadap tingkat hutang. Dari hasil ini, teori *pecking order* yang menyatakan perusahaan memilih dana dari dana internal terlebih dahulu yang berupa laba ditahan dan kemudian hutang terbukti secara empiris dalam penelitian ini. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan secara konsisten dalam hal investasinya menggunakan kedua sumber pendanaan tersebut dan selanjutnya digunakan dalam investasi. Meskipun demikian dalam hal penggunaan dana demi kepentingan investasi penggunaan dana internal dan eksternal ternyata tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat investasi yang dalam hal ini didekati dengan peningkatan nilai aset tetap.

Pengaruh positif antara kebijakan dividen terhadap keputusan pendanaan memberikan implikasi semakin besar dividen yang akan dibagikan akan semakin meningkatkan pendanaan yang digunakan baik dari sumber internal maupun

eksternal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa dividen merupakan keuntungan bagi pemegang saham, oleh sebab itu mereka memaksa manajer untuk memperoleh modal baru melalui pasar persaingan untuk membiayai investasi perusahaan.

Keputusan pendanaan dengan hutang memang relevan dalam upaya meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Namun manfaat tersebut tidak dapat direalisasi tanpa didukung keputusan investasi yang menguntungkan. Karena dengan keputusan pendanaan saja hanya akan mengalihkan kesejahteraan dari bond holders kepada stock holder dan pengalihan resiko dari stockholder kepada bondholders.

Apabila dikaji melalui teori sinyal (*signaling theory*), hasil penelitian ini tidak mendukung teori tersebut. Pengeluaran modal perusahaan (*capital expenditure*) tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan. Karena jenis investasi tersebut akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang, dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan tersebut didasarkan pada asumsi maksimum nilai perusahaan akan diperoleh melalui pemilihan investasi yang memberi *net present value* positif. Artinya pengeluaran investasi yang dilakukan telah dipertimbangkan dan dianalisa melalui metode yang ada, dengan kesimpulan investasi yang dipilih menghasilkan NPV positif.

Pada kebanyakan kasus, pemegang saham biasanya memilih dewan direksi yang kemudian mengangkat manajer untuk menjalankan operasional perusahaan. Karena manajer bekerja untuk pemegang saham maka mereka harus menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Disamping itu juga perusahaan memiliki tujuan lain yaitu: kepuasan pribadi manajer perusahaan, kesejahteraan karyawan, lingkungan dan masyarakat pada umumnya. Meskipun demikian memaksimalkan harga saham adalah tujuan terpenting pada sebagian besar perusahaan (Brigham dan Houston 2001).

Myers (1977 dalam Cahan dan Hossain 1995) menunjukkan analisisnya bahwa jika sebuah perusahaan mempunyai kesempatan investasi yang pendanaannya berasal dari hutang, maka manajer atas kepentingan pemegang

saham akan mungkin menolak melakukan investasi tersebut. Hal ini dikarenakan pendapatan yang diterima perusahaan dari investasi tersebut pada akhirnya akan berpotensi menjadi milik *debtholders*. Lebih lanjut menurutnya, sangat sulit bagi kreditor untuk mengetahui apakah para manajer melakukan sesuatu hal yang baik bagi perusahaan dan kapan mereka bertindak sesuai dengan kepentingan mereka atau cenderung lebih mementingkan para pemegang saham. Karena informasi akan menelan banyak biaya maka sangat sulit bagi kreditor atau investor luar untuk mengetahui prospek dan resiko yang sebenarnya dari perusahaan itu. Perjanjian hutang akan menelan banyak biaya dan tidak praktis bagi perusahaan.

Analisa ini juga diperkuat oleh Gul (1999), yang mengatakan bahwa manajer atas kepentingan pemegang saham akan mungkin tidak melaksanakan investasi dengan *net present value* positif untuk menghindari kemungkinan hasil investasi yang diperoleh akan menuju kepada *debtholders*. Penurunan nilai perusahaan dapat terjadi akibat dari tidak dilaksanakannya kesempatan investasi yang menguntungkan karena perusahaan menganggap *debtholders* akan memiliki hak klaim pertama terhadap arus kas netto proyek tersebut (Fitrijanti dan Hartono 2002).

Smith dan Watts (1992) menemukan adanya bukti bahwa pada perusahaan yang memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih besar memiliki rasio *debt to equity* yang lebih kecil dalam kebijakan struktur modalnya karena pendanaan modal sendiri (*equity financing*) cenderung untuk mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang beresiko dalam struktur modalnya (*underinvestment*).

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa konflik keputusan timbul pada saat pengelolaan perusahaan diserahkan kepada agen oleh principals (pemegang saham) dimana adanya kecenderungan manajemen bertindak untuk memenuhi keinginan atas beban pemilik saham sehingga menimbulkan perbedaan kepentingan. Pemisahan antara pemilik perusahaan dan pengelola perusahaan berdampak pada ketidakseimbangan informasi yang diperoleh dari masing-masing pihak. Manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak tentang

perusahaan mengenai operasional dan prospek perusahaan dibanding dengan investor (*asymmetric information*). Dengan demikian untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan, manajer akan mengambil keputusan (*corporate action*) sesuai apa yang menurut manajer benar.

Jensen dan Meckling (1976) menambahkan bahwa *agency cost of equity* akan berkurang dengan menambah *debt financing*, dengan mengundang pihak ketiga (*debtholders*) untuk ikut melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih tersruktur melalui covenant. Penggunaan hutang mengurangi konflik antara manajer dan *stockholders*. Akan tetapi, *debt financing* menimbulkan konflik antara *stockholders* dan *creditors* sehingga menimbulkan *agency cost of debt*.

Studi yang dilakukan Masulis (1980) menemukan bahwa harga saham perusahaan akan naik, apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman untuk digunakan membeli kembali saham perusahaan tersebut. Sebaliknya Masulis (1980; 1983); Eckbo (1986); Mikkelson dan Partch (1986), pada studi empirisnya menemukan bahwa harga saham suatu perusahaan akan turun apabila diumumkan akan ada penerbitan saham baru yang akan digunakan untuk menarik kembali pinjaman perusahaan. Hasil ini sejalan dengan dengan Asquith dan Mullins (1986), dan Mikkelson dan Partch (1986) menemukan bahwa penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham perusahaan.

Oleh karena itu sebuah gambaran bagaimana sebenarnya perusahaan mengambil keputusan tentang rasio hutangnya menjadi sebuah penjelasan yang menarik. Graham dan Harvey melakukan survey 392 direktur keuangan. Seperti terlihat mayoritas terbesar menyatakan menggunakan rasio tertentu yang dipatuhi, meskipun besaran rasionya berbeda diantara perusahaan. Namun demikian ada fleksibilitas yang longgar terkait dengan target rasio. Selanjutnya menurut Ross dkk. Komposisi hutang di berbagai sektor industri berbeda-beda. Ada perbedaan yang signifikan antar industri yang berlangsung untuk jangka waktu yang lama. Rasio hutang cenderung rendah dalam sebuah industri yang tinggi tingkat pertumbuhannya yang memiliki kesempatan investasi di masa depan yang baik,

seperti obat-obatan dan industri elektronik. Industri dengan kebutuhan investasi yang besar pada aset nyata (tangible assets), seperti real estate, cenderung memiliki hutang yang tinggi (Ross dkk. 2008).

Penelitian ini mengindikasikan bahwa tidak ada teori dapat menjelaskan mengenai kebijakan pendanaan dan investasi serta pengaruh laba bersih terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Hal ini terlihat dari perbandingan hasil penelitian antara tahun 2006 dan 2007 pada tabel di bawah ini:

Tabel 5.5. Perbandingan Hasil periode 2006 dan 2007

Hipotesis	Path	2006	2007
1	Laba Bersih → Dividen	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
2	Dividen → Laba Ditahan	Tidak Signifikan	Signifikan
3	Laba Ditahan → Hutang	Tidak Signifikan	Signifikan
4	Hutang → Investasi	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
5	Laba Ditahan → Investasi	Signifikan	Tidak Signifikan
6	Investasi → Harga Saham	Signifikan	Tidak Signifikan
7	Laba Bersih → Harga Saham	Tidak Signifikan	Signifikan
8.	Dividen → Harga Saham	Tidak Signifikan	Signifikan

Teori *pecking order* yang menyatakan bahwa besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada kurangnya sumber pendanaan internal sebagai sumber pendanaan urutan pertama yang memiliki biaya paling murah (*pecking order theory*). Sehingga perusahaan akan mengambil keputusan pendanaan yang kedua dengan menambah hutang. Selanjutnya apabila dikaji melalui teori keagenan, bertambahnya hutang dapat diartikan sebagai salah satu upaya perusahaan untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemilik, Karena dengan hadirnya pada perusahaan, maka *debtholders* akan turut serta dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen.

Kebijakan dividen tentang penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Pada dasarnya laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Perusahaan akan membayar dividen sebesar-besarnya karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pembayaran dividen berisi informasi/isyarat tentang prospek perusahaan di masa depan. Dalam penelitian teori-teori penting tersebut ternyata tidak dapat secara konsisten menjelaskan kebijakan pendanaan dan investasi serta pengaruh laba bersih terhadap perusahaan.

Pendekatan lain terhadap hasil penelitian ini harus dilakukan. Teori yang bisa menjelaskan ini mungkin adalah bahwa pergerakan harga saham yang menjadi *proxy* dalam penelitian dipengaruhi oleh banyak hal. Jika terjadi perbaikan prestasi kondisi fundamental perusahaan (kinerja keuangan dan operasional perusahaan), biasanya diikuti dengan kenaikan harga saham di lantai bursa. Hal ini disebabkan karena investor mempunyai ekspektasi yang lebih besar dalam jangka panjang. Informasi tentang perbaikan atau penurunan prestasi biasanya diketahui setelah laporan keuangan dikeluarkan. Aksi korporasi seperti pembagian *dividen*, *stock split*, *right issue* dan lain-lain akan mempengaruhi juga pergerakan harga saham. Di samping itu faktor lain yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah faktor makro ekonomi, politik, keamanan, sentimen pasar, pengaruh pasar saham secara keseluruhan, atau kejadian lain yang dianggap mempengaruhi kinerja emiten tersebut (Bodie dkk. 2008).

Teori lain juga dapat digunakan untuk menjelaskan ketidakkonsistenan yang ada. Sejumlah penelitian tentang BEI menyimpulkan bahwa BEI bukan

merupakan bursa yang efisien, baik dari segi *weak-form* maupun *semi strong*. Husnan (2001) dengan data 1990 menguji autokorelasi harga dan teknik *run test* menyimpulkan bahwa terjadi peningkatan efisiensi bentuk lemah (*weak form*) di BEI. Selanjutnya, Husnan (2001) juga menulis tentang efisiensi pasar modal Indonesia dilihat secara mikro dan makro dengan menggunakan data 1990 yang menyatakan bahwa telah terjadi peningkatan efisiensi dalam *semi-strong*. Di tahun 1998 dengan menggunakan *cumulative average abnormal return*, Affandi dan Utama (1998) dalam Manurung (2002) menguji pengumuman laba dengan *stock return* yang dikenal sebagai pasar efisien dalam bentuk *semistrong*. Demikian pula dengan beberapa penelitian lain menggunakan metode lain seperti kointegrasi menyatakan bahwa BEI belum merupakan pasar yang efisien berbeda dengan bursa lain yang sudah lebih maju.

Banyak faktor yang menyebabkan suatu bursa menjadi tidak efisien, terutama di negara berkembang seperti Indonesia. Samuels (1981) dalam Manurung (2002) menyatakan bahwa sebuah bursa dapat menjadi tidak efisien karena: a) ukuran bursa; b) perbedaan preferensi resiko investor dalam bursa yang bersangkutan; c) lemahnya peraturan dan penerapan peraturan bursa serta tiadanya keterbukaan perusahaan yang bersifat baku; d) lemahnya sistem komunikasi; dan e) keterbatasan pengetahuan masyarakat untuk dapat menganalisis saham dan menginterpretasikan informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan tercatat. Faktor lain yang dapat mempengaruhi pengembalian saham dalam pasar yang tidak efisien adalah variabel makro dan variabel akuntansi yang dikenal sebagai rasio keuangan perusahaan serta variabel objektif lain yang diperoleh melalui suatu perhitungan tertentu.

Implikasi dari pasar yang efisien harga sebuah saham sangat dipengaruhi oleh hukum permintaan dan penawaran, harga suatu saham akan cenderung naik bila suatu saham mengalami kelebihan permintaan dan cenderung turun jika terjadi kelebihan penawaran. Harga saham tidak bisa diprediksi atau mempunyai pola tidak tentu, ia bergerak mengikuti *random walk* sehingga pemodal harus puas dengan normal return dengan tingkat keuntungan yang diberikan oleh mekanisme pasar (Husnan 2001). *Abnormal return* hanya mungkin terjadi bila ada sesuatu

yang salah dalam efisiensi pasar, keuntungan abnormal hanya bisa diperoleh dari permainan yang tidak fair.

Berbagai penelitian dalam bidang pasar modal dan perilaku keuangan menyatakan bahwa terdapat beberapa penyimpangan yang terjadi yang dapat mempengaruhi harga saham. Penyimpangan tersebut diantaranya adalah fenomena *January Effect*, fenomena *Size Effect*, *Weekend Effect* dan *Overaction Hypothesis*. Implikasi dari fenomena tersebut menyatakan bahwa para pelaku pasar tidak semuanya terdiri dari orang-orang yang rasional dan juga tidak emosional (Bodie dkk. 2008).

