

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Laba bersih

Menurut PSAK Nomor 1 informasi laba diperlukan untuk menilai perubahan potensi sumberdaya ekonomis yang mungkin dapat dikendalikan di masa depan menghasilkan arus kas dari sumber daya yang ada, dan untuk perumusan pertimbangan tentang efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan tambahan sumber daya (IAI 2007). Bagi pemilik saham dan atau investor, laba berarti peningkatan nilai ekonomis (*wealth*) yang akan diterima, melalui pembagian dividen. Laba juga digunakan sebagai alat untuk mengukur kinerja manajemen perusahaan selama periode tertentu yang pada umumnya menjadi perhatian pihak-pihak tertentu terutama dalam menaksir kinerja atas pertanggungjawaban manajemen dalam pengelolaan sumberdaya yang dipercayakan kepada mereka, serta dapat dipergunakan untuk memperkirakan prospeknya di masa depan.

Pada lingkungan pasar modal, laporan keuangan yang dipublikasikan merupakan sumber informasi sangat penting yang dibutuhkan oleh sebagian besar pemakai laporan dan atau pelaku pasar serta pihak-pihak yang berkepentingan dengan emiten untuk mendukung pengambilan keputusan. Dari beberapa informasi yang diperoleh di laporan keuangan, biasanya laba menjadi pusat perhatian pihak pengguna. Laba yang dipublikasikan dapat memberi respon yang bervariasi, yang menunjukkan adanya reaksi pasar terhadap informasi laba (Cho dan Jung 1991).

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 (Beaver dkk. 1997).

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 (Peavy 1983 dalam Manurung 2002).

Bernard (1994) dalam penelitian yang dilakukan terhadap perusahaan yang terdaftar di bursa di Amerika Serikat dan selanjutnya penelitian King dan Langli (1998) di beberapa negara Eropa secara konsisten menunjukkan bahwa laba bersih memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan harga saham. Penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Graham dan King (2000) dengan menggunakan panel data dan *cross section regression* dengan jangka waktu penelitian dari tahun 1980-1990 menemukan hal yang konsisten dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

Menurut pandangan teori agensi (Jensen dan Meckling 1976 dalam Ross dkk 2007), laba sangat rentan dengan intervensi manajemen. Laba bukan sesuatu yang unik, karena tergantung pada prinsip dan asumsi akuntansi yang digunakan. Manajemen dalam perspektif oportunistik memilih kebijakan akuntansi untuk mengoptimalkan kepentingannya. Sedangkan dalam perspektif *efficient contracting*, manajemen akan memilih kebijakan akuntansi yang dapat mengoptimalkan nilai perusahaannya.

2.2 Pendanaan

Pendanaan berdasarkan sumbernya terbagi dua, yaitu eksternal dan internal. Pendanaan eksternal (*external financing*) diperoleh perusahaan dengan

cara meminjam dari pihak luar dalam bentuk hutang (*debt*) sedangkan pendanaan internal (*internal financing*) didapat dengan cara menerbitkan saham baru (*equity*). Kedua sumber dana tersebut masing-masing mempunyai kelebihan dan kekurangan yang secara langsung akan menentukan nilai perusahaan (*value of the firm*).

Sumber pendanaan eksternal yaitu hutang diduga akan mempengaruhi *value of the firm*, dimana nilai tersebut tercermin dalam harga saham perusahaan. Teori-teori mengenai kebijakan hutang adalah bagian yang paling banyak diperdebatkan dalam bidang keuangan. Sampai saat ini masih belum ada penjelasan yang memuaskan mengenai kebijakan hutang perusahaan.

Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dana dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Pemilihan struktur pendanaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Masalah yang harus dijawab dalam keputusan pendanaan dihubungkan dengan sumber dana adalah apakah sumber eksternal dan internal, besarnya hutang dan modal sendiri (struktur modal), dan bagaimana tipe utang dan modal yang akan digunakan. Apakah hutang jangka panjang atau hutang jangka pendek. Apakah modal sendiri dari laba ditahan atau menerbitkan saham baru. Mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital* yang akan menjadi dasar penentuan *required return* yang diinginkan. Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999).

Beberapa teori tentang kebijakan hutang yang relatif mapan, antara lain adalah Dalil Modigliani-Miller (MM) I yang menyebutkan bahwa tidak ada pengaruh hutang (*leverage*) terhadap nilai perusahaan. Dalil ini kemudian dikoreksi, karena adanya unsur *interest tax shield* yang menyebabkan nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan bertambahnya penggunaan hutang. Sementara, Dalil MM II menyatakan ekspektasi tingkat pengembalian hasil terhadap modal (*return on equity/ROE*) akan meningkat seiring pertambahan jumlah hutang terhadap modal (*debt to equity ratio / DER*). Kenaikan ekspektasi

ini akibat meningkatnya risiko *financial distress* akibat penambahan utang (Ross dkk. 2008)

Konsep *Static Trade Off* merupakan penjabaran lebih lanjut dari dalil MM I. Konsep tersebut menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan penggunaan leverage (akibat *interest tax shield*) sampai pada satu titik ketika ekspektasi ongkos tekanan financial (*cost of financial distress*) atau ongkos kebangkrutan (*bankruptcy cost*) lebih besar ketimbang efek *interest tax shield*, sehingga mengurangi nilai perusahaan. Implikasi teori *static trade off* ini adalah adanya tingkat hutang yang optimal ketika efek *interest tax shield* mencapai jumlah yang maksimal terhadap ekspektasi *cost of financial distress*. Pada titik ini nilai perusahaan akan mencapai tingkat optimal pula, dan sebaliknya ketika pergeseran telah melewati titik ini justru akan mengurangi nilai perusahaan.

Pendanaan yang didasarkan pada *pecking order theory*, menyatakan bahwa urutan pendanaan berdasarkan pendanaan yang memiliki resiko lebih kecil yaitu : laba ditahan, diikuti dengan hutang, dan yang terakhir ekuitas baru (Myers 1984). Teori tersebut didukung penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1999), yang menemukan bahwa secara rata-rata 70% *gross investment* didanai dengan dana internal (laba ditahan dan penyusutan), sisanya ditutup dengan menerbitkan sekuritas baru khususnya hutang.

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*).

Manajer sebagai agen yang diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan (*principals*) untuk membuat keputusan yang dapat memaksimumkan kekayaan pemegang saham telah menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing pihak yang disebut teori keagenan (*agency theory*). Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan agen yang adalah 1) antara pemegang saham dan manajer, serta 2) antara manajer dan pemberi kredit.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Ross dkk (2007) 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).

Berdasarkan pendekatan teoritis dan empiris maka faktor yang mempengaruhi penentuan struktur modal antara lain, menurut (Ross dkk. 2008) adalah:

1. Tingkat pajak, dengan tingkat pajak yang tinggi maka akan dimungkinkan perusahaan menikmati *tax benefit* yang lebih tinggi pula bila menggunakan hutang sebagai sumber dana perusahaan.
2. Tipe aset perusahaan, untuk perusahaan yang memiliki *tangible asset* berupa *fixed cost* maka cenderung memiliki debt yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang memiliki aset dalam bentuk *intangible asset*.
3. Tingkat kepastian dari *operating income*, tentunya perusahaan yang memiliki tingkat kepastian pendapatan yang rendah, misalkan perusahaan farmasi, persenjataan, lembaga riset, maka cenderung untuk memiliki hutang yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kepastian pendapatan yang tinggi seperti real estate ataupun telekomunikasi.

2.3 Kebijakan Dividen

Hubungan antara kebijakan dividen sebuah perusahaan dengan harga saham perusahaan yang bersangkutan telah cukup banyak mendapat perhatian para peneliti bidang keuangan. Dalam seminal paper mereka, Modigliani dan

Miller (1961) menyatakan bahwa *dividend policy* tidak mempunyai pengaruh terhadap *value of the firm*. Dengan demikian besar kecilnya dividen ataupun ada tidaknya dividen tidak akan mempengaruhi *value of the firm* sehingga tidak akan memberi efek apapun kepada harga saham yang merupakan cerminan dari *value of the firm* itu. Kesimpulan MM ini lebih bersifat deduktif dan teoritis daripada empiris. Asumsi-asumsi yang digunakan juga cukup restriktif seperti pasar merupakan *perfectly efficient* di mana tidak ada seorang pun dapat mempengaruhi kondisi pasar, tidak ada *brokerage fees*, tidak ada pajak, semua individu di pasar memiliki kesamaan ekspektasi terhadap: keuntungan, kondisi investasi, dan dividen di masa datang (*homogenous expectation*).

Litzenberger dan Ramaswamy (1982), Masulis dan Trueman (1988) membuktikan bahwa dengan adanya perbedaan level pajak personal, ekspektasi para investor terhadap dividen menjadi bervariasi. Dengan adanya variasi tingkat pajak personal yang harus dibayar, net cash yang didapatkan bisa berbeda-beda antara investor. Hal ini menyebabkan reaksi investor berbeda terhadap ada tidaknya, dan besar kecilnya dividen yang diberikan. Secara umum, investor dengan tingkat pajak personal lebih rendah menyukai dividen.

Penelitian setelah MM, dengan pendekatan yang lebih empiris menemukan fenomena yang bertentangan dengan teori dividen MM. Studi Watts (1973) menemukan bukti bahwa pengumuman pembagian dividen mempunyai efek terhadap harga saham. Petit (1972) membuktikan lebih kuat lagi bahwa pengumuman pembagian dividen memiliki efek informasi sehingga pasar bereaksi signifikan. Abnormal return yang signifikan sekitar tanggal pengumuman ditemukan juga oleh Ahorany dan Swary (1980) serta Kalay dan Lowenstein (1983).

Kebijakan dividen menyangkut tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. *Bird in hand theory* dari Lintner (1962); Gordon (1963); dan Bhattacharya (1979), menjelaskan dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung ditangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dengan dengan dividen yang tidak dibagikan.

Selanjutnya Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menunjukkan semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh perusahaan semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan. Akibatnya perusahaan harus mencari biaya eksternal untuk melakukan investasi baru. Akibatnya pembayaran dividen menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Rozeff (1982) menganggap bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa datang. Masih menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984), dividen dapat digunakan untuk mengurangi *equity agency cost*.

2.4. Investasi

Smith dan Watts (1992) dengan menggunakan data yang dikompilasikan dari industri menemukan bahwa pembiayaan, pembagian deviden dan kompensasi manajerial dipengaruhi secara signifikan oleh set kesempatan investasi perusahaan. Sedangkan Gaver dan Gaver (1993) dengan menggunakan data level perusahaan juga mendapatkan hasil yang sama. Hasil penelitian Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) menunjukkan bahwa level IOS yang bervariasi antar perusahaan merupakan salah satu penentu perbedaan keputusan kebijakan pendanaan dan dividen antar perusahaan, yaitu perusahaan yang bertumbuh cenderung memiliki rasio hutang dalam struktur modal (*leverage*) dan pembagian dividen yang relatif lebih rendah dibandingkan perusahaan tidak bertumbuh.

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Tujuan tersebut dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen perusahaan dengan tepat. Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil oleh perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan deviden. Penelitian tentang keputusan keuangan sebagaimana kerangka pikir di atas pernah dilakukan

oleh Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan-usulan investasi yang manfaatnya akan direalisasikan di masa yang akan datang harus dipertimbangkan dengan cermat. Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Pemilihan struktur pendanaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital*.

2.5 Relasi Laba Bersih, Dividen, Hutang dan Investasi

Menurut Brealey dkk. (2003) menyatakan jika ada peningkatan dan penurunan laba bersih akan menyebabkan perubahan kebijakan pembagian dividen. Laba bersih merupakan bagian dari sumber pendanaan perusahaan dan jika perusahaan tidak mampu menemukan investasi yang bisa memenuhi harapan investor maka perusahaan umumnya akan juga membagikan keuntungan perusahaan kepada investor dalam bentuk dividen.

Teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa dividen akan mengurangi konflik antara *agents* dan *principals*. Sehubungan dengan dividen dan keputusan pendanaan, Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen merupakan keuntungan bagi equityholders oleh sebab itu, mereka akan memaksa manajer secara tetap/konstan untuk memperoleh modal baru pada pasar persaingan. Pada perusahaan yang membagi dividen dalam jumlah besar, maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang, sehingga kebijakan dividen akan mempengaruhi hutang secara searah (Emery dan Finnerty 1997).

Teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan Hartono (2000) di Indonesia bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan dengan hubungan yang positif. Studi yang dilakukan Miller dan Rock

(1985) yang mengacu penelitian Ross (1978) mengatakan bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal positif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya teori residual juga mengatakan bahwa pembayaran dividen (*residual dividend payment*) memiliki dampak positif. Agrawal (1994) meneliti kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan dan temuannya adalah bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost*.

Investasi modal merupakan salah satu aspek utama dalam keputusan investasi selain penentuan komposisi aktiva. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan-usulan investasi yang manfaatnya akan direalisasikan di masa yang akan datang harus dipertimbangkan dengan cermat. Keputusan yang menyangkut investasi akan menentukan sumber dan bentuk dana untuk pembiayaannya. Pemilihan struktur pendanaan merupakan masalah yang menyangkut komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Mengingat struktur pembiayaan akan menentukan *cost of capital*.

2.6. Pasar Modal dan Harga Saham

Pendekatan nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan harga saham perusahaan di pasar modal. Dengan demikian teori mengenai pasar modal dan harga saham relevan untuk dimasukkan dalam penelitian ini. Kondisi pasar modal dengan kemampuan mengurai informasi yang terkait perusahaan seperti laba bersih, dividen, dan hutang berpengaruh terhadap respon investor dalam bentuk peningkatan dan penurunan permintaan terhadap saham perusahaan tersebut yang akan menyebabkan turun atau naiknya harga saham perusahaan tersebut (Hayes 2001).

Pasar Modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta (Husnan 2003). Dana-dana jangka panjang yang merupakan

utang biasanya berbentuk obligasi, sedangkan dana jangka panjang yang merupakan dana modal sendiri biasanya berbentuk saham.

Ada 2 macam analisis yang banyak digunakan untuk menentukan harga saham, yaitu (Bodie dkk. 2008) :

1) Analisis Teknikal (*Technical Analysis*), yaitu menentukan harga saham dengan menggunakan data pasar dari saham misalnya harga saham, volume transaksi saham dan indeks pasar untuk menemukan pola-pola tertentu yang dipercaya mampu memprediksi pergerakan harga saham.

2) Analisis Fundamental (*Fundamental Analysis*) atau Analisis Perusahaan (*Company Analysis*), yaitu menentukan harga saham dengan menggunakan data fundamental, yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan, pertumbuhan dan prospek perusahaan dan kondisi industri perusahaan.

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).

Ada tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar modal berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat, sebagai berikut (Bodie dkk. 2008) :

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau group dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

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 BEJ 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 *Overreaction*

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).

2.7. *Structural Equation Model*

Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data dengan *Structural Equation Model*, karena prosedur statistik ini relatif baru dipergunakan maka menurut peneliti relevan untuk memasukkan teori yang berkaitan dengan prosedur statistik ini.

Salah satu tujuan primer dari teknik multivariate adalah memperluas kemampuan eksplanatori dan efisiensi statistikal dari para peneliti. Regresi ganda, analisis faktor, *analysis of variance*, analisis diskriminan, dan metode lainnya menyediakan bagi para peneliti berbagai sarana ampuh dalam menjawab berbagai jenis pertanyaan teoritikal dan manajerial. Namun demikian, berbagai metode tersebut mempunyai berbagai kekurangan yang sama, yaitu setiap teknik hanya dapat memeriksa sebuah hubungan tunggal setiap saat (Hair dkk. 2006).

Bahkan teknik-teknik yang memungkinkan digunakannya *multiple dependent variables* seperti *multivariate analysis of variance* atau *canonical analysis* masih menyatakan sebuah hubungan tunggal di antara variabel bebas dan variabel tidak bebas. Seringkali terjadi bahwa para peneliti menghadapi berbagai pertanyaan yang saling berhubungan satu sama lain. Berbagai isu ini mempunyai kepentingan manajerial maupun teoritikal yang hanya bisa dijawab dengan menggunakan SEM, yang merupakan perluasan dari berbagai teknik multivariate, khususnya *multiple regression* dan *factor analysis* (Hair dkk. 2006).

Ghozali (2005) menyatakan *Structural Equation Modeling* memiliki dua tujuan utama dalam analisisnya. Tujuan pertama adalah menentukan apakah model *plausible* (masuk akal) atau fit; atau dengan bahasa yang lebih mudah apakah model “benar” berdasarkan suatu data yang dimiliki. Sedangkan tujuan kedua adalah untuk menguji berbagai hipotesis yang telah dibangun sebelumnya. Dalam konteks penentuan model fit, dapat ditentukan dengan meminimalkan

perbedaan antara *sample covariance matrix* dan *implied covariance matrix*. *Sample covariance matrix* adalah matriks kovarians yang diperoleh melalui observasi data, sedangkan *implied (fitted) covariance matrix* adalah matriks kovarians yang diperoleh berdasarkan model.

Hair dkk. (2006) menunjukkan perbedaan antara SEM dan persamaan multivariate lainnya melalui dua karakteristik di bawah ini:

1. Estimasi terhadap susunan beberapa persamaan regresi berganda yang terpisahkan tetapi saling berkaitan. Susunan persamaan ini dispesifikasikan dalam bentuk model structural dan diestimasi oleh SEM secara simultan. Perbedaan yang paling jelas antara SEM dan susunan regresi berganda biasa adalah pada SEM sebuah variabel bebas (*independent variable*) pada suatu persamaan bisa menjadi variabel terikat (*dependent variable*) pada persamaan yang lain.
2. Kemampuan untuk menunjukkan konsep-konsep tidak teramati serta hubungan yang ada di dalamnya, dan perhitungan terhadap kesalahan-kesalahan pengukuran dalam proses estimasi. SEM menyajikan konsep tidak teramati melalui penggunaan variabel-variabel laten. Sebuah variabel laten adalah sebuah konsep yang dihipotesiskan atau yang tidak teramati, dan hanya dapat didekati melalui variabel-variabel teramati. Sementara itu, variabel teramati adalah variabel yang nilainya dapat diperoleh dari responden melalui berbagai metode pengumpulan data (survey, tes, observasi dan lain-lain). Pendekatan variabel-variabel teramati terhadap suatu konsep jarang dapat dilakukan dengan sempurna dan hampir selalu ada kesalahannya. Kesalahan pendekatan ini sering dikenal sebagai kesalahan-kesalahan pengukuran (*measurement errors*) dan dapat diestimasi menggunakan fasilitas-fasilitas yang ada pada SEM.

Kline dan Klammer (2001 dalam Wijanto 2007) lebih mendorong penggunaan SEM dibandingkan regresi berganda karena lima alasan sebagai berikut: 1. SEM memeriksa hubungan di antara variabel-variabel sebagai sebuah unit, tidak seperti pada regresi berganda yang pendekatannya sedikit demi sedikit

(*piecemeal*); 2. Asumsi pengukuran yang andal dan sempurna pada regresi berganda tidak dapat dipertahankan, dan pengukuran dengan kesalahan dapat ditangani dengan mudah oleh SEM; 3. *Modification Index* yang dihasilkan oleh SEM menyediakan lebih banyak isyarat tentang arah penelitian dan pemodelan yang perlu ditindaklanjuti dibandingkan pada regresi; 4. Interaksi juga dapat ditangani dalam SEM; 5. Kemampuan SEM dalam menjalani *non recursive paths*.

Agar komunikasi dalam penyampaian tentang ide konsep dasar SEM dapat berjalan secara efektif, maka kita akan menggunakan Diagram lintasan atau Path Diagram sebagai sarana komunikasi. Diagram lintasan dapat menggambarkan atau menspesifikasi model SEM dengan lebih jelas dan lebih mudah, terutama jika dibandingkan dengan menggunakan model matematik SEM. Selain itu, diagram lintasan sebuah model dapat membantu mempermudah konversi model tersebut kedalam perintah atau sintak dari SEM software. Demikian juga, jika diagram lintasan sebuah model digambar secara benar dan mengikuti aturan yang telah ditetapkan, maka akan dapat diturunkan model matematik dari model tersebut (Hoyle 1995 dalam Wijanto 2007).

2.8. Hipotesis

Berdasarkan kajian pustaka dan hasil penelitian terdahulu yang diuraikan di atas, maka dapat ditarik suatu inferensi terhadap masalah penelitian dalam bentuk hipotesis alternatif sebagai jawaban sementara penelitian ini. Adapun hipotesis tersebut adalah sebagai berikut :

Hipotesis ke 1 : Nilai laba bersih berpengaruh positif terhadap dividen

Hipotesis ke 2 : Nilai dividen berpengaruh negatif terhadap laba ditahan

Hipotesis ke 3 : Nilai laba ditahan berpengaruh negatif terhadap hutang

Hipotesis ke 4 : Nilai hutang berpengaruh positif terhadap investasi

Hipotesis ke 5 : Nilai laba ditahan berpengaruh negative terhadap investasi

Hipotesis ke 6 : Nilai dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis ke 7 : Nilai investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Hipotesis ke 8 : Laba bersih berpengaruh terhadap nilai perusahaan

