
STOCK REPURCHASE DAN FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHINYA

Ana Mufidah¹

Abstrak

Harga saham-saham di Bursa Efek Indonesia sempat mengalami penurunan secara signifikan pada bulan Oktober 2008. Turunnya harga saham di Bursa Efek Indonesia menyebabkan Bapepamk (Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan) mengeluarkan peraturan Nomor XI.B.3 yang di terbitkan tanggal 9 Oktober 2008 tentang pembelian kembali saham perusahaan publik. Tujuan diterbitkannya peraturan tersebut di antaranya adalah untuk mempermudah pelaksanaan *stock repurchase* bagi perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia khususnya yang harga sahamnya mengalami penurunan secara signifikan, sehingga pada tahun 2008 jumlah perusahaan yang melaksanakan *stock repurchase* mengalami peningkatan dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Berdasarkan hal tersebut, maka penelitian ini ingin mengetahui Pengaruh *Free Cash Flow* , *Undervaluation* serta *Leverage* terhadap Stock Repurchase (Studi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia).

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian yaitu perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *stock repurchase* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2003 sampai dengan tahun 2009. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) *free cash flow*, *undervaluation*, serta *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap *stock repurchase*. 2) *free cash flow* berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase*, sedangkan *undervaluation* dan *leverage* tidak berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase*. 3) *free cash flow* memiliki pengaruh yang paling besar terhadap *stock repurchase* dibandingkan dengan *undervaluation*, dan *leverage*.

Kata Kunci: stock repurchase, free cash flow, undervaluation, serta leverage.

¹ Dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Gejolak perekonomian global yang terjadi beberapa waktu terakhir telah mempengaruhi kondisi perekonomian di berbagai negara di belahan dunia tak terkecuali negara Indonesia. Salah satu dampaknya adalah harga saham-saham di Bursa Efek Indonesia sempat mengalami penurunan secara signifikan (www.swaberita.com: 15 Maret 2009).

Pada tanggal 8 Oktober 2008 pukul 11.08 WIB, perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia dihentikan sementara setelah indeks harga saham gabungan (IHSG) turun hingga 10,38% atau 168 poin ke posisi 1.451. Sementara itu nilai transaksi hanya mencapai Rp 988 miliar, frekuensi tercatat 27.494 kali dan volume 1,129 miliar saham. Posisi tersebut merupakan terendah sejak September 2006. Penurunan hingga sebesar 10,38% tersebut merupakan terburuk dibanding bursa lainnya di Asia seperti Hang Seng yang anjlok 5,44%, Seoul turun 3,54%, KOSPI turun 3,42%, Nikkei turun 4,54%, STI turun 3,84%, Taiwan turun 4,34% dan Australia turun 4,04%. Selain Bursa Efek Indonesia, bursa efek di Rusia yakni Micex memasuki hari kedua penghentian perdagangan sementara setelah mengalami penurunan indeks sebesar 14,4% (www.swaberita.com: 15 Maret 2009).

Pemerintah telah memutuskan untuk mengucurkan dana sebesar Rp 4 triliun yang akan digunakan untuk membantu emiten Badan Usaha Milik Negara (BUMN) membeli kembali sahamnya. Dimana emiten BUMN yang mendapatkan bantuan dana tersebut dipilih perusahaan yang kondisi fundamentalnya bagus (www.inilah.com: 12 Maret 2009).

Stock repurchase merupakan suatu transaksi dimana sebuah perusahaan membeli kembali sahamnya sendiri. Selanjutnya jumlah saham beredar yang dimiliki oleh perusahaan akan berkurang sehingga akan menaikkan *earning per share* (Brigham dan Houston, 2006: 107).

Ikenberry dan Vermaelen (1995), dalam penelitiannya berpendapat para manajer seringkali berargumentasi bahwa keputusan membeli kembali saham itu seringkali dipengaruhi oleh adanya kepercayaan mereka dimana saham perusahaan mereka berada pada kondisi *undervaluation*. Dalam penelitian ini mereka menggunakan rasio *book to market* untuk mengukur kondisi *undervaluation* dari saham perusahaan.

Presiden Direktur PT Adaro Energy Tbk. (ADRO) Garibaldi Thohir, Senin (13/10), mengatakan bahwa perseroan akan melakukan pembelian kembali saham. Hal ini dilakukan karena saham ADRO saat ini sudah turun di bawah nilai wajar (inilah.com Jakarta: 12 Maret 2009).

Hal lain yang mempengaruhi dilakukannya *stock repurchase* adalah karena perusahaan memiliki *free cash flow* (FCF). *Free cash flow* merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi-investasi dalam asset-aset tetap dan modal kerja yang penting untuk kelangsungan operasi perusahaan (Brigham dan Daves, 2006: 205).

Mitchell dan Darmawan (2007), berpendapat bahwa salah satu hal yang mempengaruhi dilakukannya *stock repurchase* adalah untuk mencapai struktur modal yang optimal, dimana apabila perusahaan merasa bahwa rasio hutang mereka berada dibawah struktur modal yang optimal maka untuk mencapai struktur modal yang optimal perusahaan lebih menyukai untuk melakukan *stock repurchase* untuk mengurangi ekuitas mereka.

Perusahaan yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai 2009. Peneliti tertarik untuk meneliti perusahaan yang melakukan *stock repurchase* ini karena ada fenomena meningkatnya jumlah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

1.2. Perumusan Masalah

Fenomena terjadinya peningkatan jumlah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2005 sampai dengan tahun 2008 yang telah dijelaskan di atas, serta perbedaan hasil penelitian terkait dengan adanya *free cash flow* (Jensen, (1986) ; John P, Evans, Robert T, Gentry dan James A (2003), *undervaluation* (Ikenberry and Vermaelen (1995), serta *leverage* (Mitchell dan Darmawan (2007) sebagai hal-hal yang mempengaruhi perusahaan dalam mengambil keputusan *stock repurchase* sedangkan menurut hasil penelitian (Hsuan Lee, C; Hsieh, C dan Peng, X, 2005), dikatakan bahwa pembelian kembali saham *real estate investment trust* (REITS) tidak dipengaruhi oleh motivasi pendistribusian kas, *leverage*, dan *undervaluation*. Dari fenomena dan penelitian terdahulu seperti yang telah dikemukakan sebelumnya dengan mengambil setting yang berbeda dari penelitian-penelitian terdahulu, serta membatasi hal-hal yang mempengaruhi keputusan *stock repurchase* meliputi *free cash flow*, *undervaluation* serta *leverage*. Maka penelitian ini ingin mengetahui apakah pengambilan keputusan *stock repurchase* oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dipengaruhi oleh *free cash flow*, *undervaluation* serta *leverage*.

Rumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *Free Cash Flow*, *undervaluation* serta *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.
2. Apakah *Free Cash Flow*, *undervaluation* serta *leverage* berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.
3. Manakah diantara *Free Cash Flow*, *undervaluation*, serta *leverage* yang memberikan pengaruh dominan terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan ini didasarkan pada latar belakang dan perumusan masalah adalah:

1. Untuk menguji apakah *Free Cash Flow*, *undervaluation*, serta *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.
2. Untuk menguji apakah *Free Cash Flow*, *undervaluation*, serta *leverage* berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-

perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.

3. Untuk mengetahui diantara *Free Cash Flow*, *undervaluation*, serta *leverage* manakah yang memberikan pengaruh dominan terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Tinjauan Penelitian Terdahulu

Manajer perusahaan dengan *free cash flow* yang besar dapat meningkatkan dividen atau membeli kembali saham (*repurchase stock*) atau membayarkan kasnya dalam investasi pada proyek-proyek yang pengembaliannya rendah. Perusahaan membeli kembali sahamnya untuk mendistribusikan kembali kelebihan kasnya bagi para pemegang saham. (Jensen, 1986).

Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi adalah cenderung untuk melakukan *stock repurchase*. Secara keseluruhan, bukti-bukti yang diperoleh dari hasil penelitian memberikan makna bahwa dengan melakukan *stock repurchase insider* tidak melakukan hal yang menyia-nyiakan *free cash flow* (arus kas bebas). Selain itu penelitian ini mendukung hipotesis *undervaluation*. Selanjutnya penelitian menunjukkan bahwa berkaitan dengan pengambilan keputusan pembelian kembali saham oleh suatu perusahaan, terdapat beberapa hal utama yang mempengaruhinya diantaranya adalah jika mereka memiliki *free cash flow* yang besar, *market to book ratio* yang rendah (Li dan McNally, 2007).

John P, Evans, Robert T, Gentry dan James A (2003) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa adanya pengurangan yang signifikan dalam *free cash flow* dalam periode setelah program pembelian kembali saham (*stock repurchase*). Dalam penelitiannya ini variabel yang digunakan adalah *free cash flow*, *net operating cash flows*, *net investment flow*, *net working capital flow*, *net cash flows*, dan *net financing flows*. Dalam hasil penelitian tersebut juga dikatakan bahwa *free cash flow* adalah penggerak utama yang mempengaruhi diambilnya keputusan pembelian kembali saham (*stock repurchase*).

Penelitian Mitcell dan Dharmawan (2007) mengatakan bahwa hal utama yang memotivasi perusahaan dalam melakukan *stock repurchase* diantaranya adalah *undervaluation*, serta *leverage*. Sedangkan *free cash flow* merupakan salah satu alasan yang mempengaruhi dilakukannya *stock repurchase* dimana sebuah perusahaan akan melakukan *stock repurchase* jika memiliki jumlah kas yang lebih besar.

Lee *et al* (2005) dalam penelitiannya ini Lee mengatakan bahwa tidak seperti perusahaan-perusahaan pada umumnya, pembelian kembali saham REITS tidak dimotivasi oleh distribusi kas, struktur modal, dan *undervaluation*. Dalam penelitiannya mereka menggunakan *market to book ratio* sebagai proksi dari *undervaluation*, dan menggunakan *debt to asset ratio* sebagai proksi dari *leverage*.

2.1. Landasan Teori

2.2.1 *Stock Repurchase*

Stock repurchase (pembelian kembali saham) adalah suatu transaksi dimana sebuah perusahaan membeli kembali sahamnya sendiri, sehingga akan menurunkan

jumlah saham yang beredar, meningkatkan *earning per share* (EPS), dan seringkali menaikkan harga saham. Saham yang telah dibeli kembali oleh sebuah perusahaan disebut saham yang dibeli kembali (*treasury stock*). Jika hanya sebagian dari saham yang beredar yang dibeli kembali, maka akan terdapat lebih sedikit jumlah saham yang masih beredar. Dengan berasumsi pembelian kembali tersebut tidak memiliki pengaruh yang merugikan kepada laba perusahaan di masa depan, laba per lembar saham dari sisa saham yang tersisa akan naik, sehingga menyebabkan harga pasar yang lebih tinggi per lembar saham. Sebagai gantinya, dividen akan diganti oleh keuntungan modal (Brigham dan Houston, 2006: 106).

Stock repurchase merupakan nilai dari pembelian kembali saham. Yang diformulasikan sebagai berikut:

Stock repurchase = harga pembelian kembali saham X jumlah saham yang dibeli kembali.

2.2.2 Free Cash Flow

Free cash flow (FCF) adalah arus kas yang secara aktual tersedia untuk didistribusikan pada para investor setelah perusahaan telah membuat semua investasinya dalam aset yang telah ditetapkan dan modal kerja yang utama untuk mempertahankan operasi yang sedang berlangsung.

2.1.3 Undervaluation

Undervaluation merupakan kondisi dimana saham perusahaan dinilai terlalu rendah dibandingkan dengan nilai bukunya. Hal ini tercermin dalam nilai *market to book* yang rendah. Dimana perusahaan dengan nilai rasio *market to book* yang rendah adalah cenderung untuk melakukan *stock repurchase* karena saham mereka dinilai terlalu rendah dibandingkan dengan nilai bukunya (Li *et al*, 2007). Formula yang digunakan untuk mengukur *undervaluation* adalah sebagai berikut:

$$\text{Market to Book Ratio} = \frac{\text{Market Price Share}}{\text{Book Value Per share}}$$

$$\text{Book Value Per share} = \frac{\text{Common Equity}}{\text{Shares Outstanding}}$$

Common Equity = Common Stock + Retained earning

Common Stock = Shares Outstanding X Par value

2.1.4 Struktur Modal dan Leverage

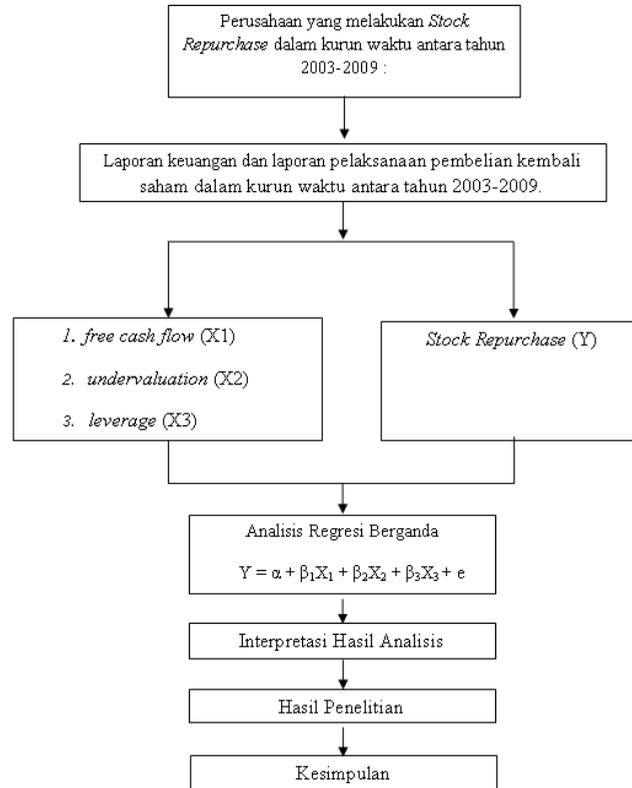
Leverage merupakan tingkat sampai sejauh mana utang digunakan dalam sebuah struktur modal perusahaan.

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total asset}} (\%) \text{ atau } \text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Hutang}}{\text{Ekuitas}} (\%)$$

3. KERANGKA KONSEP PENELITIAN

3.1. Kerangka Pemikiran

Adapun skema dari kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah:



3.2. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pada perumusan masalah, kajian teoritis, dan hasil penelitian terdahulu maka dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H1: *free cash flow*, *undervaluation* serta *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap *stock repurchase*.

H II: *free cash flow*, *undervaluation* serta *leverage* berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase*.

HIII: *free cash flow* berpengaruh dominan terhadap *stock repurchase*.

3.3. Variabel Penelitian

1. Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *stock repurchase*. *Stock repurchase* merupakan pembelian kembali saham biasa yang dilakukan oleh perusahaan terhadap saham perusahaan itu sendiri. Berdasarkan pada penelitian yang telah dilakukan oleh Stephen *et al* (1998), *stock repurchase* merupakan nilai dari pembelian kembali saham. Formula dari *stock repurchase* adalah sebagai berikut:

Stock repurchase = harga pembelian kembali saham X jumlah saham yang telah dibeli kembali.

2. Variabel independen

2.1 Free Cash Flow

Free cash flow merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi-investasi dalam asset-aset tetap dan modal kerja yang penting untuk kelangsungan operasi perusahaan (Brigham dan Daves, 2006: 205).

Berdasarkan pengertian *free cash flow* yang dikemukakan oleh Brigham dan Daves di atas, maka formula *free cash flow* tersebut adalah sebagai berikut:

$$FCF = (\text{NOPAT} - \text{net investment in operating capital}).$$

Dimana :

$$\text{NOPAT (net operating profit aftler tax)} = \text{EBIT (1-Tax rate)}.$$

$$\text{net investment in operat capitl} =$$

$$(\text{total net operating capital}_t - \text{total net operating capital}_{t-1}).$$

$$\text{Total net operating capital} =$$

$$(\text{net operating working capital}) + (\text{operating long term assets}).$$

$$\text{Net operating working capital} =$$

$$(\text{operating current asset} - \text{operating current liabilities})$$

NOPAT merupakan laba operasi bersih setelah pajak. Sedangkan *net investment in operating capital* merupakan investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan dalam aset yang telah ditetapkan dan modal kerja yang utama untuk mempertahankan operasi perusahaan yang sedang berlangsung.

2.2 Undervaluation

Undervaluation merupakan kondisi dimana saham perusahaan dinilai terlalu rendah dibandingkan dengan nilai bukunya. Hal ini tercermin dalam nilai *market to book* yang rendah. Dimana perusahaan dengan nilai rasio *market to book* yang rendah adalah cenderung untuk melakukan *stock repurchase* karena saham mereka dinilai terlalu rendah dibandingkan dengan nilai bukunya (Li *et al*, 2007).

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan oleh Lee *et al* (2005), Hackethal *et al* (2006) serta Li *et al* (2007) menggunakan rasio *market to book ratio (market / book)* untuk mengukur adanya kondisi *undervaluation*. Dimana semakin rendah nilai rasio ini mengindikasikan adanya semakin besar tingkat *undervaluation*, karena nilai pasarnya relatif lebih rendah terhadap nilai bukunya. Hal tersebut berarti semakin kecil nilai rasio *market-to-book* (nilai rasio *market-to-book* kurang dari 1) berarti semakin besar kecenderungan untuk dilakukannya *stock repurchase*.

Formula yang digunakan untuk mengukur *undervaluation* adalah sebagai berikut:

$$\text{Market to Book Ratio} = \frac{\text{Market Price Share}}{\text{Book Value Per share}}$$

$$\text{Book Value Per share} = \frac{\text{Common Equity}}{\text{Shares Outstanding}}$$

$$\text{Common equity} = \text{common stock} + \text{retained earning}$$

$$\text{Common stock} = \text{shares outstandin g} \times \text{par value}$$

2.3 Leverage

Leverage merupakan tingkat sampai sejauh mana utang digunakan dalam sebuah struktur modal perusahaan. Mengikuti Mitchell dan Dharmawan (2007), menggunakan rasio *debt to equity* untuk mengukur *leverage* masing-masing perusahaan. Sedangkan rasio rata-rata *debt to equity* dari industri digunakan untuk (mengukur struktur modal optimal). Selanjutnya *leverage* masing-masing perusahaan dibandingkan dengan struktur modal optimal:

[(*debt to equity* masing-masing perusahaan / rata-rata industry dari *debt to equity*)].

Semakin rendah *debt to equity ratio* terhadap rata-rata industrinya maka akan semakin besar kecenderungan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase*

4. METODE PENELITIAN

4.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini termasuk jenis penelitian *explanatory (explanatory research)*, dimana dalam penelitian ini bermaksud untuk menjelaskan mengenai pengaruh antara *free cash flow*, *undervaluation* serta *leverage* terhadap *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2004 sampai dengan 2008. *Explanatory research* adalah penelitian yang bermaksud menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lain (Sugiyono, 2002:10).

4.2 Populasi

Populasi adalah gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, hal atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena itu dipandang sebagai sebuah semesta penelitian, dan setiap anggota dari populasi yang diamati disebut elemen populasi (Ferdinand. A, 2006: 223). Berdasarkan pengertian populasi tersebut, maka populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam kurun waktu antara tahun 2004 sampai dengan tahun 2008.

4.4 Sampel

Pengertian sampel menurut Ferdinand (2006: 223) adalah subset dari populasi, terdiri dari beberapa anggota populasi. Subset ini diambil karena dalam banyak kasus tidak mungkin kita meneliti seluruh anggota populasi, oleh karena itu dibentuk sebuah perwakilan populasi yang disebut sampel.

Selanjutnya dalam penelitian ini akan menggunakan *purposive sampling*. *Purposive sampling* yaitu suatu metode pengambilan sampel, dimana peneliti kemungkinan mempunyai tujuan atau target tertentu dalam memilih sampel secara tidak acak (Indriantoro dan Supomo, 2002: 131). Adapun kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, yaitu dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.
2. Perusahaan yang telah melaksanakan *stock repurchase*, bukan hanya mengumumkan *stock repurchase* tetapi benar-benar melaksanakannya dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009.
3. Pelaksanaan *stock repurchase* yang berturut-turut (misalnya selama dua tahun berturut-turut, tapi tahun yang ke dua hanya kelanjutan dari pelaksanaan tahun

yang pertama) maka yang dimasukkan sebagai sampel hanya tahun yang pertama.

4.3. Metode Analisa Data

Metode analisis data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah teknik regresi berganda dengan menggunakan program SPSS. Analisis regresi berganda adalah analisis yang digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, selain itu juga untuk menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Ghozali, 2005: 82). Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen (X) dalam hal ini adalah *free cash flow* (X_1), *undervaluation* (X_2) serta *leverage* (X_3) terhadap variabel dependen (Y) yang dalam penelitian ini adalah *stock repurchase* dan untuk pengujian hipotesis.

Model regresi berganda yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

Dimana :

Y = *stock repurchase*

X_1 = *free cash flow*

X_2 = *undervaluation*

X_3 = *leverage*

= konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = koefisien regresi

e = gangguan acak

4.5.1 Uji Asumsi Klasik

4.5.1.1 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah sebagai berikut:

- Niali R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel independen banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
- Multikolinieritas dapat juga dilihat dari nilai *tolerance* dan lawannya *variance inflation factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/tolerance$). Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *tolerance* < 0.10 atau sama dengan nilai $VIF > 10$. Nilai *ktolerance* = 0.10 atau sama dengan tingkat kolonieritas 0,95.

4.5.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk menguji ada tidaknya masalah

heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel dependen yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara ZPRED dan SRESID, dimana sumbu Y ialah Y yang telah diprediksi dan sumbu X ialah residual.

Dasar analisis:

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.5.1.3 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Jika asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid (Ghozali, 2005: 110).

Salah satu cara untuk mendeteksi normalitas residual yaitu dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Dasar pengambilan keputusannya yaitu:

- a. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

4.5.2. Analisis Regresi

Pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen dapat dilihat dari konstanta dan koefisien regresi. Konstanta mengindikasikan besarnya variabel dependen bila variabel independen sama dengan nol. Koefisien regresi mengindikasikan besarnya perubahan variabel dependen sebagai akibat perubahan satu satuan variabel independen.

Berarti variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

4.5.2.1 Uji Hipotesis

4.5.2.1.1 Uji Hipotesis I

Dalam uji hipotesis I ini akan diuji dengan uji F dan uji t. Uji F secara spesifik akan menguji pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Pengambilan keputusan hipotesis dalam uji F dapat diukur dari nilai signifikansinya (*-value*) dibandingkan dengan nilai kritisnya ($\alpha = 0,05$) adalah sebagai berikut:

- jika $-value < 0.05$ berarti Hipotesis yang diajukan diterima, variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.
- Jika $-value > 0.05$ berarti Hipotesis yang diajukan ditolak, variabel independen tidak berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

4.5.2.1.2. Uji Hipotesis II

Uji hipotesis II dilakukan dengan menguji nilai t-nya (uji t). Uji t secara spesifik akan menguji koefisien regresi secara parsial pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Pada tahap ini dilakukan proses perbandingan antara t- hitung dengan t- tabel atau nilai signifikansinya (*-value*) terhadap nilai kritis ($\alpha = 0,05$). Pengambilan keputusan dalam uji t untuk menerima atau menolak hipotesis adalah sebagai berikut:

- jika *-value* < 0.05 berarti Hipotesis yang diajukan diterima, variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
- Jika *-value* > 0.05 berarti Hipotesis yang diajukan ditolak, variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

4.5.2.1.3. Uji Hipotesis III

Pengujian selanjutnya atas analisis regresi ialah tentang manakah diantara variabel independen yang memiliki pengaruh dominan terhadap variabel dependen. Untuk melihat pengaruh dominan variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) dapat dilihat dari nilai *standardized beta coefficient*. Dimana makin besar nilai beta, maka makin besar pengaruh dari X terhadap Y (Supranto, J., 2004: 72).

Penelitian ini di lakukan dengan menggunakan *Uji-t* dua variabel bebas yang tujuannya ialah untuk membandingkan (membedakan) apakah kedua variabel tersebut sama atau berbeda. Gunanya untuk menguji kemampuan generalisasi (signifikansi hasil penelitian yang berupa perbandingan dua rata-rata sampel). Menurut Riduwan (2007:132), rumus sistematisnya adalah:

5. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data Variabel Penelitian

Hasil yang didapat dari statistik deskriptif bisa dimanfaatkan untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian. Selain itu statistik deskriptif juga memberikan deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean) dan standar deviasi. Statistik deskriptif dari data hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 5.1

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SR	30	221.00	955121.00	98447.47	202969.35356
FCF	30	-2950144	2599035	-77059.4	156826.497
UNDERVALUATION	30	.40	67.96	6.6090	11.97922
LEVERAGE	30	.00	3.68	.9927	1.02587
Valid N (listwise)	30				

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Tabel 5.1 di atas menunjukkan bahwa rata-rata variabel *stock repurchase* (SR) perusahaan sampel penelitian dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009 adalah sebesar 98447,47. Nilai ini merupakan nilai yang mewakili jumlah *stock repurchase* setiap perusahaan sampel dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009. Nilai minimum sebesar 221,00 dan nilai maksimum

sebesar 955121,47. Sedangkan nilai standar deviasinya sebesar 202969,35. Dari tabel 5.1 tersebut menunjukkan bahwa terdapat variasi yang besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar antara variabel *stock repurchase* terendah dan variabel *stock repurchase* tertinggi. Hal ini berarti variabel *stock repurchase* tersebar jauh dari rata-ratanya, sehingga nilai rata-rata tidak dapat mewakili jumlah *stock repurchase* setiap perusahaan sampel penelitian.

Rata-rata variabel *free cash flow* (FCF) perusahaan sampel penelitian dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009 adalah sebesar -77059,4. Nilai ini merupakan nilai yang mewakili jumlah FCF setiap perusahaan sampel dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009. Nilai minimum sebesar -2950144 dan nilai maksimum 2599035. Sedangkan nilai standar deviasinya sebesar 1156826,497. Tabel 5.1 di atas menunjukkan bahwa terdapat kesenjangan yang besar antara nilai FCF minimum dan maksimum. Hal ini berarti variabel FCF tersebar jauh dari rata-ratanya, sehingga nilai rata-rata tidak dapat mewakili jumlah FCF setiap perusahaan sampel.

Rata-rata variabel *undervaluation* perusahaan sampel penelitian dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009 adalah sebesar 6,6090. Nilai ini dianggap sebagai nilai yang mewakili jumlah *undervaluation* setiap perusahaan yang sampel dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan tahun 2009. Nilai minimum sebesar 0,40 dan nilai maksimum 67,96. Sedangkan standar deviasinya sebesar 11,97922. Dari tabel 5.1 di atas menunjukkan bahwa terdapat kesenjangan yang lebih kecil antara nilai minimum dan maksimum untuk variabel *undervaluation* bila dibandingkan dengan nilai standar deviasi dari variabel *stock repurchase* dan variabel FCF.

Rata-rata variabel *leverage* perusahaan sampel penelitian dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan 2009 adalah sebesar 0,9927. Nilai ini dianggap sebagai nilai yang mewakili jumlah *leverage* setiap perusahaan yang sampel dalam kurun waktu antara tahun 2003 sampai dengan tahun 2009. Nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum 3,68. Sedangkan standar deviasinya sebesar 1,02587. Dari tabel 5.1 di atas menunjukkan bahwa terdapat kesenjangan yang tidak terlalu besar antara nilai minimum dan maksimum untuk variabel *leverage* ini bila dibandingkan dengan nilai standar deviasi dari variabel *stock repurchase* dan variabel FCF.

Untuk mengetahui ada atau tidaknya data outlier dalam penelitian ini dapat diketahui dari nilai skor outlier berikut ini:

Tabel 5.2
Nilai Skor Outlier

OBSERVASI	ZSR	OBSERVASI	ZUNDERVALUATION	OBSERVASI	Z LEVERAGE
4	4.22	6	5.12	27	2.62

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Ghozali (2005:36) mengatakan bahwa outlier merupakan kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk sebuah variabel tunggal maupun variabel kombinasi. Menurut Hair (1998) dalam Ghozali (2005:36), menyatakan bahwa untuk kasus sampel kecil (kurang dari 80), maka standar skor dengan nilai ± 2.5 dinyatakan outlier. Berdasarkan pendapat Hair tersebut, maka dari tabel 5.2 di atas menunjukkan nilai skor outlier untuk variabel *stock repurchase* (SR), FCF, *undervaluation* serta *leverage*. Tabel 5.2 tersebut juga menunjukkan bahwa observasi 4 untuk variabel SR, observasi 6 untuk variabel *undervaluation*,

serta observasi 27 untuk variabel *leverage* adalah termasuk dalam kategori data outlier karena skornya melebihi 2.5.

Data outlier tersebut tidak dihilangkan dari sampel penelitian. Hal ini karena data outlier tersebut merupakan representasi dari populasi penelitian, selain itu karena terbatasnya data yang tersedia. Sehingga apabila data outlier tersebut dikeluarkan tidak dapat mencerminkan informasi yang diperlukan dari sampel yang diteliti.

5.2 Hasil Uji Asumsi Klasik

5.2.1 Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Table 5.3
Uji multikolinearitas

Variabel	Collinearity Statistics	Keterangan
	VIF	
FCF (X_1)	1.738	Bebas Multikolinearitas
<i>Undervaluation</i> (X_2)	1.083	Bebas Multikolinearitas
<i>Leverage</i> (X_3)	1.723	Bebas Multikolinearitas

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji multikolinearitas yang tampak pada tabel 5.3 di atas menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

5.2.2 Uji Heteroskedastisitas

Gambar 5.1

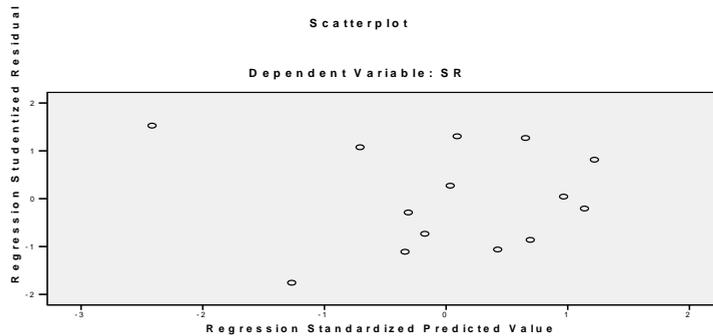


Sumber : Hasil Pengolahan Data

Dari gambar 5.1 di atas tampak bahwa titik-titik yang ada membentuk pola yang teratur dan tidak menyebar di atas maupun di bawah angka nol, yang menandakan telah terjadi heteroskedastisitas. Terjadinya heteroskedastisitas ini tidak terlepas dari adanya data dari sampel observasi yang memiliki nilai ekstrim dan tidak terdistribusi secara normal. Nilai ekstrim ini seperti yang sudah dijelaskan dalam deteksi data outlier pada tabel 5.2 di atas.

Ghozali (2005:109) mengatakan bahwa salah satu cara untuk memperbaiki model yang terdapat heterokedastisitas adalah dengan melakukan transformasi Logaritma. Sehingga untuk memperbaiki model dalam penelitian ini yang terdapat heterokedastisitas maka dilakukan langkah transformasi logaritma. Setelah dilakukan transformasi logaritma tersebut hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa sudah tidak terjadi heteroskedastisitas yang nampak dalam gambar berikut:

Gambar 5.2

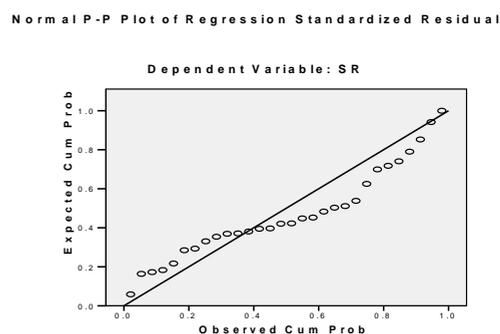


Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 5.2 di atas menunjukkan bahwa sudah tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model penelitian ini setelah dilakukan transformasi logaritma. Hal ini dapat dilihat dari gambar scatterplot di atas, dimana titik-titik tidak memiliki pola yang jelas dan menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Dengan demikian model yang sudah diperbaiki melalui langkah transformasi ini sudah memenuhi asumsi homoskedastisitasnya.

5.2.3 Uji Normalitas

Gambar 5.3



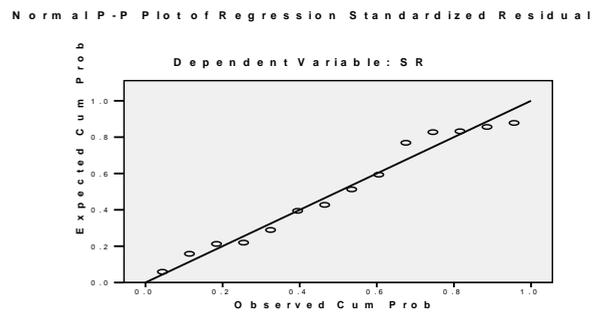
Sumber: Hasil Pengolahan Data

Hasil uji normalitas dalam penelitian ini menunjukkan bahwa dalam model regresi penelitian ini, variabel pengganggu atau residual adalah tidak memiliki distribusi normal. Hal ini bisa dilihat dari gambar 5.3 di atas yang menunjukkan

bahwa data menyebar menjauhi garis diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal.

Untuk mengatasi tidak terpenuhinya asumsi normalitas tersebut seperti yang sudah dilakukan pada uji heteroskedastisitas di atas, maka dilakukan langkah transformasi logaritma. Hasil uji normalitas setelah dilakukan langkah transformasi logaritma adalah sebagai berikut:

Gambar 5.4



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 5.4 di atas merupakan hasil langkah transformasi logaritma yang dilakukan. Dari gambar tersebut menunjukkan bahwa variabel pengganggu atau residual telah terdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan dengan data yang menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sehingga model regresi dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi normalitas.

Langkah transformasi yang dilakukan karena tidak terpenuhinya asumsi homoskedastisitas dan normalitas menyebabkan data pengamatan tinggal 15 perusahaan. Hal ini disebabkan karena dari 30 perusahaan yang menjadi sampel ada 15 perusahaan yang memiliki nilai FCF negatif sehingga setelah ditransformasi logaritma, data 15 perusahaan yang memiliki FCF negatif tersebut tidak muncul.

5.3 Hasil Analisis Regresi Berganda

Tabel 5.4
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Standardized beta coefficient	t hitung	-value	Ket
Free cash flow (X ₁)	.695	2.824	.018	Signifikan
Undervaluation (X ₂)	.267	1.373	.200	Tidak Signifikan
Leverage (X ₃)	.055	.225	.827	Tidak signifikan
R ²		.652		
F hitung		6.243		
-value		.012		

Sumber : Hasil Pengolahan Data

5.3.1. Koefisien Determinasi (*R square*)

Koefisien determinasi pada intinya bertujuan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai *R square* yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Dari tabel 5.4 di atas diketahui bahwa besarnya *R square* adalah 0.652, artinya adalah 65,2% variasi *stock repurchase* dapat dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel independen yaitu FCF, *undervaluation*, dan *leverage*. Sedangkan sisanya ($100\% - 65.2\% = 34.8\%$) dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

5.3.2. Persamaan Regresi Berganda

Dari kolom *standardized coefficients* pada tabel ringkasan hasil analisis regresi di atas maka persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Y = -0.378 + 0.833X_1 + 0.765X_2 + 0.087X_3$$

5.3.3. Pengujian Hipotesis

5.3.3.1. Pengujian Hipotesis I

Pengujian hipotesis I ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan. Hasil pengujian seperti yang tampak pada tabel 5.4 menunjukkan nilai F hitung sebesar 6.243 dengan nilai signifikansinya sebesar 0.012 yang masih berada di bawah 0.05. Hal ini berarti bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, artinya variabel FCF, *undervaluation* serta *leverage* secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *stock repurchase*.

5.3.3.2. Pengujian Hipotesis II

Pengujian hipotesis II ini untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Hasil penelitian ini seperti yang tertulis pada tabel 5.4 di atas menunjukkan pengaruh *free cash flow*, *undervaluation* serta *leverage* terhadap *stock repurchase* secara parsial dijelaskan sebagai berikut:

1. Nilai t hitung untuk variabel FCF (X_1) adalah 2.824 dengan nilai signifikansi sebesar 0.018 yang berada di bawah nilai () sebesar 0.05. Hal ini berarti bahwa variabel FCF berpengaruh secara parsial terhadap variabel *stock repurchase*.
2. Nilai t hitung untuk variabel *undervaluation* (X_2) adalah 1.373 dengan nilai signifikansi sebesar 0.200 yang berada di atas nilai () sebesar 0.05. Hal ini berarti bahwa variabel *undervaluation* tidak berpengaruh secara parsial terhadap variabel *stock repurchase*.
3. Nilai t hitung untuk variabel *leverage* (X_3) adalah 0.225 dengan nilai signifikansi sebesar 0.827 yang berada di atas nilai () sebesar 0.05. Hal ini berarti bahwa variabel *leverage* tidak berpengaruh terhadap variabel *stock repurchase*.

5.3.3.3. Pengujian Hipotesis III

Pengujian hipotesis III ini untuk mengetahui manakah yang akan memberikan pengaruh dominan diantara FCF, *undervaluation*, serta *leverage* terhadap *stock repurchase*. bisa diketahui dengan melihat nilai *standardized coefficient beta* yang paling besar dari masing-masing variabel independen tersebut. Dari tabel 5.6 di atas menunjukkan bahwa variabel FCF memiliki nilai *standardized coefficient beta* yang paling tinggi dibandingkan dengan variabel independen yang lain yaitu sebesar

0.695 sedangkan variabel *undervaluation* sebesar 0.267 dan variabel *leverage* sebesar 0.055.

Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa FCF berpengaruh dominan terhadap *stock repurchase* adalah telah terbukti kebenarannya dalam penelitian ini.

Pembahasan

Secara umum pelaksanaan *stock repurchase* memiliki manfaat baik dari sisi pemegang saham maupun bagi manajemen perusahaan. Manfaat tersebut diantaranya adalah sebagai berikut (Brigham dan Gapenski, 1993: 502):

1. Dari sisi pemegang saham
 - a. *Stock repurchase* merupakan sesuatu yang positif bagi para investor. Karena *stock repurchase* dalam hal ini dimotivasi oleh keyakinan manajemen bahwa saham perusahaan dinilai lebih rendah (*undervalued*).
 - b. Para pemegang saham memiliki pilihan untuk menjual atau tidak menjual saham yang mereka miliki. Bagi pemegang saham yang tidak menjual sahamnya, mereka akan menerima pembayaran dividend dan membayar pajak dari pembagian dividen tersebut. Sedangkan bagi pemegang saham yang tidak menjual sahamnya akan mendapatkan uang kas dari penjualan saham mereka.
2. Dari sisi manajemen
 - a. Dividen adalah sesuatu yang tetap dalam jangka pendek. Oleh karena itu manajemen tidak ingin meningkatkan pembayaran dividen tersebut jika kenaikan dividen tersebut tidak dapat dipertahankan di masa yang akan datang atau memotong pembayaran dividen tersebut. Karena akan memberikan sinyal yang tidak bagus dikalangan investor.
 - b. Apabila terdapat ketidaksamaan informasi, maka para manajer dapat menggunakan *stock repurchase* untuk memberikan keyakinan pada para investor bahwa saham perusahaan adalah dinilai lebih rendah (*undervalued*).
 - c. *Stock repurchase* dapat digunakan untuk mengakuisisi atau membebaskan ketika opsi saham atau waran dilaksanakan. Para manajer keuangan mengindikasikan bahwa mereka lebih menyukai untuk melaksanakan *stock repurchase* daripada menerbitkan saham baru untuk tujuan akuisisi atau untuk menghindari dilusi laba per lembar saham.
 - d. *Stock repurchase* merupakan salah satu alternatif ketika manajemen memutuskan untuk mengadakan restrukturisasi yang signifikan misalnya dalam penjualan asset dalam jumlah besar, untuk meningkatkan rasio hutang, atau kombinasi dari keduanya.
 - e. Saham yang dibeli kembali dan disimpan dalam akun *treasury stock* dapat dijual kembali di pasar modal jika perusahaan membutuhkan tambahan dana. Hasil pengujian hipotesis satu (H_1) menunjukkan bahwa variabel FCF, *undervaluation* serta *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap *stock repurchase* adalah terbukti kebenarannya. Sedangkan untuk pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen akan dijelaskan sebagai berikut:

1. Pengaruh *free cash flow* terhadap *stock repurchase*

Perusahaan yang memiliki kas yang tersedia untuk didistribusikan pada para pemegang sahamnya, akan mendistribusikan kas ini melalui pembelian kembali sahamnya. *Free cash flow* (FCF) merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan pada para investor setelah perusahaan membuat semua investasinya dalam aset yang telah ditetapkan dan modal kerja utama untuk mempertahankan operasi yang sedang berlangsung (Brigham dan Daves, 2006: 205).

John P, Evans, Robert T, Gentry dan James A (2003) Dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan penggerak utama yang mempengaruhi pengambilan keputusan *stock repurchase* dalam sebuah perusahaan. Selain itu ditemukan bahwa adanya pengurangan yang signifikan dalam *free cash flow* dalam periode setelah program pembelian kembali saham (*stock repurchase*).

Penelitian ini menunjukkan bahwa variabel FCF berpengaruh terhadap *stock repurchase* dengan arah hubungan yang positif. Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di Indonesia *stock repurchase* dilakukan karena dipengaruhi oleh adanya *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Sedangkan Arah hubungan yang positif tersebut menunjukkan bahwa semakin besar nilai FCF maka akan semakin besar pula pengaruhnya terhadap pelaksanaan *stock repurchase*. Hal ini karena semakin besar arus kas bebas (FCF) yang dimiliki perusahaan maka akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* sehingga volume saham yang bisa dibeli kembali juga akan semakin besar.

Perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dalam penelitian ini dilatarbelakangi oleh kemampuan mereka dalam menghasilkan kinerja yang baik, sehingga perusahaan mampu menghasilkan laba operasi bersih setelah pajak (NOPAT) yang positif. Dimana jumlah NOPAT yang dihasilkan jumlahnya melebihi jumlah investasi yang dilakukan oleh perusahaan dalam asset-aset tetap dan modal kerja yang penting untuk kelangsungan operasi perusahaan. Dari laba operasi bersih setelah pajak yang positif tersebut perusahaan mampu menghasilkan arus kas melebihi jumlah yang diperlukan untuk melakukan investasi-investasi bagi kelangsungan operasi perusahaan dalam mempertahankan dan meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Pelaksanaan *stock repurchase* ini merupakan salah satu strategi dan komitmen perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai pemegang sahamnya, yaitu dengan mengembalikan arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan pada para pemegang sahamnya. Karena dengan asumsi bahwa pembelian kembali saham tersebut tidak memiliki pengaruh yang merugikan kepada laba perusahaan di masa yang akan datang, maka laba per lembar saham (*earning per share*) dari saham yang tersisa akan naik, sehingga menyebabkan harga pasar yang lebih tinggi per lembar saham (www.idx.co.id: 29 Maret 2009).

Perusahaan juga memandang bahwa dari beberapa alternatif investasi yang bisa dilakukan, manajemen perseroan berpendapat bahwa investasi pada saham perseroan adalah pilihan investasi yang terbaik untuk memberikan nilai tambah pada para pemegang sahamnya. Sehingga bila dibandingkan investasi lainnya yang dipandang kurang menguntungkan maka manajemen berpendapat bahwa investasi atas saham perusahaan yang dilakukan melalui *stock repurchase* adalah lebih menguntungkan bagi perusahaan (www.idx.co.id: 29 Maret 2009).

Data penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* di Indonesia tidak semuanya memiliki *free cash flow*

yang positif. Kondisi perusahaan dengan *free cash flow* negatif tidak berarti perusahaan tersebut memiliki kinerja yang buruk, karena mereka masih bisa menghasilkan laba operasi bersih setelah pajak yang positif. Akan tetapi *free cash flow* yang negatif tersebut disebabkan oleh tingkat investasi yang dilakukan oleh perusahaan untuk mempertahankan operasi yang sedang berlangsung melebihi laba operasional yang dihasilkan. Jadi bukan karena perusahaan tidak mampu menghasilkan laba dari aktifitas operasionalnya.

Alasan lainnya bahwa *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan memberikan wewenang bagi manajer perusahaan untuk mengelola kelebihan arus kas bebas tersebut di bawah kontrol mereka. Akan tetapi kewenangan manajer perusahaan tersebut juga dibatasi oleh kontrol dari para pemegang saham perusahaan. Untuk mengurangi kontrol dari para pemegang saham tersebut maka manajer perusahaan memberikan usulan untuk melaksanakan *stock repurchase* melalui rapat umum pemegang saham perusahaan. Dengan melaksanakan *stock repurchase* maka jumlah saham beredar yang dimiliki oleh masyarakat akan berkurang, sehingga akan mengurangi kontrol pemegang saham terhadap manajer perusahaan. Selain itu dengan melaksanakan *stock repurchase free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan tidak perlu didistribusikan ke banyak pihak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian John P, Evans, Robert T, Gentry dan James A (2003). Selain itu juga konsisten dengan pendapatnya Jensen (1987) yang menyatakan bahwa *Free cash flow* harus di bayarkan untuk para pemegang saham jika perusahaan ingin menjadi efisien dan untuk memaksimalkan nilai untuk para pemegang saham. Karena *free cash flow* yang dikembalikan pada para pemegang saham melalui *stock repurchase* akan lebih bernilai dari pada digunakan untuk membiayai investasi-investasi yang *net present value* nya negatif.

Sebaliknya hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian dari Lee, *et al* (2005) yang menyatakan bahwa pembelian kembali saham *real estate investment trust* (REITS) tidak dipengaruhi oleh pendistribusian kas, *undervaluation* serta *leverage*. Hal ini disebabkan dalam perusahaan real estate yang menjadi sampel dalam penelitian Lee *et al* (2005) tersebut harus membayarkan paling tidak 95% dari labanya sebagai dividen. Sehingga dalam penelitian Lee *et al* tersebut tidak dimotivasi oleh pendistribusian kas.

2. Pengaruh *undervaluation* terhadap *stock repurchase*

Li dan McNally (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki nilai rasio *market to book value* rendah cenderung lebih menyukai untuk melaksanakan *stock repurchase*. Selain itu mereka juga berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar juga memiliki kecenderungan untuk melaksanakan *stock repurchase*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *undervaluation* tidak berpengaruh terhadap *stock repurchase*. Dari penelitian ini diketahui bahwa di Indonesia *stock repurchase* yang dilakukan tidak dipengaruhi oleh adanya kondisi saham perusahaan yang *undervaluation*. Dimana hasil penelitian sebelumnya menyatakan bahwa semakin besar tingkat *undervaluation* (nilai rasio *market to book* semakin kecil) maka kecenderungan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* semakin besar.

Perbedaan ini disebabkan kondisi perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini menunjukkan kondisi perusahaan yang melakukan *stock*

repurchase (dari 15 perusahaan yang dianalisis 12 perusahaan memiliki tingkat *undervaluation* yang kecil, yaitu nilai rasio *market to book* nya di atas 1). Hal ini karena perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dalam penelitian ini memiliki kinerja yang baik. Salah satunya tercermin dari kemampuan perusahaan menghasilkan laba operasi bersih yang positif. Hal ini diantaranya disebabkan tingkat penjualan yang terus meningkat sehingga setelah dikurangi dengan biaya operasi, amortisasi dan depresiasi menghasilkan laba operasi yang positif. Sehingga investor menilai baik atas kinerja yang dihasilkan oleh perusahaan.

Investor juga menilai baik prospek perusahaan di masa yang akan datang selain kondisi fundamental perusahaan yang masih bagus. Dimana mayoritas perusahaan-perusahaan sampel berada dalam industri yang memiliki prospek yang bagus, diantaranya industri perminyakan dan pertambangan, rokok, perkebunan, properti, semen, retail dan telekomunikasi. Seperti diketahui sampai tahun 2007 sebelum terjadi krisis keuangan global harga produk-produk pertambangan dan perkebunan terus mengalami peningkatan. Hal ini tercermin dari permintaan ekspor atas produk tersebut yang terus meningkat, disamping semakin meningkatnya pengguna jasa telekomunikasi pada era globalisasi seperti sekarang ini. Dalam Jakarta *Stock Exchange Statistics* mayoritas perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dalam penelitian ini termasuk dalam 50 perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar. Dari kondisi tersebut menyebabkan investor memberikan harga saham yang melebihi nilai bukunya. Sebagaimana kita ketahui bahwa diantara faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah kinerja perusahaan serta prospek industri dimana perusahaan berada, selain jumlah permintaan dan penawaran atas saham itu sendiri, inflasi, tingkat suku bunga, serta peristiwa-peristiwa penting di dalam dan luar negeri.

Kondisi demikian menyebabkan hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Li dan McNally (2007) tetapi mendukung hasil penelitian Lee *et al* (2005).

3. Pengaruh *leverage* terhadap *stock repurchase*

Salah satu kondisi yang melatar belakangi dilaksanakannya *stock repurchase* adalah kondisi dimana perusahaan menyimpulkan bahwa struktur modalnya dibebani terlalu berat oleh ekuitas. Selanjutnya perusahaan memutuskan menjual utang serta menggunakan hasil penjualannya untuk membeli kembali saham-sahamnya (Brigham dan Daves, 2006:573).

Young (1969), Wansley, Lane dan Sarker (1989) dalam John P, Evans, Robert T, Gentry dan James A (2003) mengatakan bahwa salah satu alasan dilaksanakannya *stock repurchase* adalah untuk meningkatkan *leverage* perusahaan. Dimana para investor akan merespon dengan positif pelaksanaan *stock repurchase* tersebut karena adanya penyimpanan pajak yang dihubungkan dengan meningkatnya penggunaan hutang.

Mitchell dan Darmawan (2007) berpendapat bahwa salah satu hal yang mempengaruhi dilakukannya *stock repurchase* adalah untuk mencapai struktur modal yang optimal. Kondisi *leverage* perusahaan yang berada di bawah struktur modal optimalnya (di bawah rata-rata industrinya) maka perusahaan akan cenderung melakukan *stock repurchase* untuk meningkatkan *leverage* nya.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *stock repurchase* tidak dipengaruhi oleh *leverage*. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Lee *et al* (2005), yang

menyatakan bahwa pembelian kembali saham *real estate investment trust* (REITS) tidak dipengaruhi oleh pendistribusian kas, *undervaluation* serta *leverage*. Sebaliknya hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang berbeda dengan teori yang terdapat dalam Brigham dan Daves, 2006:573) maupun pendapat Mitchell dan Darmawan (2007) serta Young (1969), Wansley, Lane dan Sarker (1989) di atas. Hal ini berarti bahwa di Indonesia *stock repurchase* dilakukan tidak dipengaruhi oleh adanya *leverage* yang di hitung menggunakan rasio *debt to equity*.

Data perusahaan sampel dalam penelitian ini menunjukkan bahwa nilai rasio *debt to equity* rata-rata industri 11 perusahaan dari 15 perusahaan yang dianalisis adalah kurang dari 1. Sedangkan tingkat nilai rasio *debt to equity* masing-masing perusahaan sampel 12 dari 15 perusahaan yang dianalisis adalah kurang dari 1. Artinya bahwa mayoritas industri dimana perusahaan sampel berada memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan tingkat ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan, demikian juga dengan kondisi masing-masing perusahaan sampel. Sehingga meskipun masing-masing perusahaan ingin mencapai tingkat *leverage* rata-rata industrinya, *leverage* -nya akan tetap berada pada kondisi penggunaan hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan ekuitasnya. Hal ini karena kondisi perusahaan memiliki kemampuan untuk menggunakan dana internal lebih besar dibandingkan dengan pendanaan dari hutang. Sehingga untuk meningkatkan jumlah hutang melalui *stock repurchase* dalam jumlah yang signifikan diperlukan pelaksanaan *stock repurchase* lebih dari satu periode. Selain itu dalam penelitian ini sampel yang dianalisis *stock repurchase* memiliki *free cash flow* yang positif sehingga perusahaan sudah memiliki dana internal untuk membiayai pelaksanaan *stock repurchase* tersebut, dengan demikian *leverage* tidak berpengaruh terhadap pelaksanaan *stock repurchase*.

Data perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini juga menunjukkan bahwa 9 dari 15 perusahaan yang dianalisis memiliki tingkat *leverage* di bawah *leverage* rata-rata industrinya. Jumlah perusahaan dengan tingkat *leverage* di bawah *leverage* rata-rata industrinya melebihi 50% dari jumlah perusahaan yang dianalisis. Dimana hasil penelitian terdahulu menyatakan bahwa Kondisi *leverage* perusahaan yang berada di bawah struktur modal optimalnya (di bawah rata-rata industrinya) maka perusahaan akan cenderung melakukan *stock repurchase* untuk meningkatkan *leveragenya*. Tetapi hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* tidak mempengaruhi pelaksanaan *stock repurchase*. Hal ini disebabkan adanya faktor eksternal perusahaan yang mempengaruhi pelaksanaan *stock repurchase* dari perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

Sampel terbanyak dari penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* pada tahun 2008 dibandingkan dengan tahun sebelumnya (tahun 2004 - tahun 2007). Sedangkan *stock repurchase* yang dilakukan pada tahun 2008 ini disebabkan karena kondisi pasar modal yang bergejolak. Dimana IHSG saat itu mengalami penurunan yang signifikan hingga akhirnya perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia sempat ditutup (tanggal 8 Oktober 2008).

Penurunan tersebut tidak terlepas dari pengaruh faktor luar negeri diantaranya krisis keuangan global maupun kondisi perekonomian makro dalam negeri yang kurang mendukung pergerakan harga saham. Sehingga pemerintah melalui Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan mengeluarkan peraturan yang tertuang pada peraturan nomor XI.B.3 yang diterbitkan tanggal 9 Oktober 2008 untuk mendukung dan mempermudah perusahaan dalam melakukan program *stock*

repurchase. Diantara isi peraturan tersebut adalah perusahaan tidak perlu melakukan Rapat Umum Pemegang Saham untuk melaksanakan *stock repurchase* melainkan cukup keterbukaan yang disampaikan melalui Bursa Efek Indonesia mengenai harga, jumlah saham yang dibeli, dana yang digunakan untuk melaksanakan *stock repurchase*, pihak yang ditunjuk untuk melaksanakan *stock repurchase* serta tanggal pelaksanaannya serta beberapa kemudahan lainnya yang dimaksudkan untuk mendorong perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk melaksanakan *stock repurchase* (www. Bapepam.go.id: 12 Maret 2009).

Pada kondisi perekonomian serta pasar modal yang stabil, *stock repurchase* dilakukan bukan karena intervensi eksternal perusahaan, tetapi merupakan kebijakan korporasi. Dimana keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan tersebut (*stock repurchase*) harus melalui Rapat Umum Pemegang Saham karena manajemen perusahaan memandang perlu untuk melakukan *stock repurchase* dengan melihat kondisi internal perusahaan itu sendiri (www.idx.co.id: 29 Maret 2009).

Penjelasan di atas menunjukkan bahwa program *stock repurchase* yang dilakukan di Indonesia khususnya di tahun 2008 bukanlah dipengaruhi oleh kondisi *leverage* perusahaan yang berada di bawah rata-rata industri nya, akan tetapi lebih karena kondisi eksternal perusahaan. Dimana perusahaan harus melakukan langkah *stock repurchase* untuk mengurangi jumlah saham perusahaan yang beredar di masyarakat. Keterbatasan jumlah saham yang beredar ini pada akhirnya diharapkan akan meningkatkan permintaan (*demand*) atas saham perusahaan yang melakukan *stock repurchase* di pasar modal, dan diharapkan akan meningkatkan harga saham itu sendiri. Sedangkan *stock repurchase* yang dilaksanakan sebelum tahun 2008, tujuannya adalah lebih pada mengurangi kontrol dari para pemegang saham terhadap manajemen perusahaan. Dengan melaksanakan *stock repurchase* jumlah saham perusahaan publik yang dimiliki oleh masyarakat akan berkurang. Dengan demikian kontrol terhadap manajemen perusahaan juga akan berkurang.

5.5. Implikasi Penelitian

Data dari Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* yang menjadi sampel dalam penelitian ini harga sahamnya mengalami penurunan yang signifikan jika dilihat dari awal September 2008 sampai saat ditutupnya perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia untuk sementara pada tanggal 8 Oktober 2008. Kondisi demikian menyebabkan kepanikan dikalangan investor (*panic selling*) yang apabila dibiarkan akan semakin menekan harga saham di pasar modal. Dari data yang diperoleh juga menunjukkan bahwa perusahaan yang melaksanakan *stock repurchase* tidak berada pada kondisi *undervaluation*. Hal ini dapat dilihat dari kondisi fundamental perusahaan yang masih tergolong bagus. Dimana perusahaan memiliki kemampuan untuk menghasilkan laba operasi yang positif sehingga laba operasi bersih setelah pajak (NOPAT) yang dihasilkan pun juga positif.

Kondisi pasar yang tertekan seperti yang terjadi pada bulan Oktober 2008 menghendaki investor tetap bisa berfikir rasional dengan melihat kinerja perusahaan diantaranya tercermin dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasi bersih yang positif dan tidak hanya melihat pada turunnya harga saham yang dimiliki pada tingkat penurunan yang signifikan. Dengan demikian investor diharapkan tidak mudah terpengaruh untuk melakukan penjualan terhadap saham-saham yang dimiliki. Karena pada dasarnya kondisi perusahaan masih mampu untuk

menghasilkan laba. Untuk memberikan keyakinan pada investor bahwa kondisi fundamental perusahaan masih bagus dan layak untuk dimiliki oleh investor sebagai sebuah investasi yang menguntungkan, maka *stock repurchase* merupakan langkah yang perlu dilakukan oleh perusahaan.

Kondisi pasar modal yang bergejolak seperti yang terjadi pada tahun 2008, dimana harga-harga saham mengalami penurunan secara signifikan. Dalam kondisi demikian langkah pembelian kembali saham perlu dilakukan untuk mengurangi jumlah saham yang beredar di masyarakat, dengan berkurangnya jumlah saham yang beredar diharapkan akan meningkatkan permintaan atas saham tersebut dan pada akhirnya diharapkan harga saham perusahaan akan mengalami kenaikan.

Secara spesifik terdapat pengaruh antara variabel *free cash flow* dengan *stock repurchase*. Jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang positif maka perusahaan memiliki kemampuan untuk melakukan *stock repurchase*. Sehingga *stock repurchase* merupakan suatu alternatif strategi untuk mendistribusikan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan selain itu juga untuk meningkatkan nilai para pemegang sahamnya yang dapat dipertimbangkan oleh perusahaan publik. Apabila *free cash flow* yang dihasilkan itu bukan merupakan sesuatu yang pasti dihasilkan secara terus menerus oleh perusahaan setiap tahunnya, maka memilih melakukan *stock repurchase* akan lebih baik dilaksanakan dari pada meningkatkan jumlah dividen yang sudah ada sebelumnya, jika perusahaan tidak yakin bisa mempertahankan kenaikan dividen itu dimasa yang akan datang. Karena pemotongan dividen akan memberikan sinyal negatif di pasar modal yang akan berdampak pada penurunan harga saham, sedangkan pelaksanaan *stock repurchase* lebih fleksibel, meskipun perusahaan tidak melaksanakannya secara reguler tidak memberikan pengaruh negatif dalam pandangan para investor.

Free cash flow yang dimiliki oleh perusahaan memberikan wewenang bagi manajer perusahaan untuk mengelola kelebihan arus kas bebas tersebut di bawah kontrol mereka. Akan tetapi kewenangan manajer perusahaan tersebut juga dibatasi oleh kontrol dari para pemegang saham perusahaan. Untuk mengurangi kontrol dari para pemegang saham tersebut maka manajer perusahaan memberikan usulan untuk melaksanakan *stock repurchase* melalui rapat umum pemegang saham perusahaan. Dengan melaksanakan *stock repurchase* maka jumlah saham beredar yang dimiliki oleh masyarakat akan berkurang, sehingga akan mengurangi kontrol pemegang saham terhadap manajer perusahaan. Selain itu dengan melaksanakan *stock repurchase free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan tidak perlu didistribusikan ke banyak pihak.

Implikasi dari segi praktis yang diperoleh dari hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan wacana bagi para manajer perusahaan serta para investor di Bursa Efek Indonesia agar lebih memahami tentang faktor-faktor yang mempengaruhi pelaksanaan *stock repurchase* serta faktor apa yang paling kuat pengaruhnya terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*. Dalam penelitian ini variabel yang berpengaruh terhadap pelaksanaan *stock repurchase* adalah *free cash flow* sedangkan variabel *undervaluation* dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *stock repurchase*. Selain itu variabel *free cash flow* memiliki pengaruh paling kuat terhadap pelaksanaan *stock repurchase*.

Mayoritas industri dimana perusahaan sampel berada, memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan tingkat ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan, demikian juga dengan kondisi masing-masing perusahaan sampel.

Sehingga meskipun masing-masing perusahaan ingin mencapai tingkat *leverage* rata-rata industrinya, *leveragenya* akan tetap berada pada kondisi penggunaan hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan ekuitasnya. Hal ini karena kondisi perusahaan memiliki kemampuan untuk menggunakan dana internal lebih besar dibandingkan dengan pendanaan dari hutang. Sehingga untuk meningkatkan jumlah hutang melalui *stock repurchase* dalam jumlah yang signifikan diperlukan pelaksanaan *stock repurchase* lebih dari satu periode. Selain itu dalam penelitian ini sampel yang dianalisis *stock repurchase* memiliki *free cash flow* yang positif sehingga perusahaan sudah memiliki dana internal untuk membiayai pelaksanaan *stock repurchase* tersebut, dengan demikian *leverage* tidak berpengaruh terhadap pelaksanaan *stock repurchase*.

6. PENUTUP

6.1. Kesimpulan

Berdasarkan temuan-temuan empiris sebagaimana tergambar dalam pembahasan sebelumnya di atas, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel FCF, *undervaluation* serta *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*. Dengan demikian dapat memberikan bukti tambahan baik bagi masyarakat umum, serta memberikan gambaran bagi investor maupun manajer perusahaan mengenai pengaruh variabel FCF, *undervaluation* serta *leverage* secara simultan terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*. Dari hasil penelitian diketahui bahwa variabel FCF, *undervaluation* serta *leverage* secara simultan berpengaruh terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*.
2. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel FCF, *undervaluation* serta *leverage* terhadap terhadap dilaksanakannya *stock repurchase* secara parsial. Dari hasil penelitian diketahui bahwa variabel FCF berpengaruh secara parsial terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*, sedangkan variabel *undervaluation* dan *leverage* tidak berpengaruh secara parsial terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*. Hal ini disebabkan karena dari penelitian diperoleh bukti bahwa perusahaan yang melaksanakan *stock repurchase* tidak berada pada kondisi *undervaluation*, dimana harga saham perusahaan dinilai lebih tinggi oleh investor dibandingkan dengan nilai bukunya, sehingga variabel ini tidak berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase*. Selain itu mayoritas industri dimana perusahaan sampel berada, memiliki tingkat hutang yang lebih rendah dibandingkan dengan tingkat ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan, demikian juga dengan kondisi masing-masing perusahaan sampel. Hal ini menunjukkan bahwa kondisi perusahaan memiliki kemampuan untuk menggunakan dana internal lebih besar dibandingkan dengan pendanaan dari hutang. Sehingga untuk meningkatkan jumlah hutang melalui *stock repurchase* dalam jumlah yang signifikan diperlukan pelaksanaan *stock repurchase* lebih dari satu periode. Selain itu perusahaan yang melaksanakan *stock repurchase* memiliki *free cash flow* yang positif, sehingga perusahaan sudah memiliki dana internal untuk membiayai pelaksanaan *stock repurchase* tersebut, dengan demikian *leverage* tidak berpengaruh terhadap pelaksanaan *stock repurchase*.
3. Terakhir penelitian ini bertujuan untuk mengetahui manakah diantara variabel FCF, *undervaluation* serta variabel *leverage* yang paling berpengaruh terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*. Dari hasil penelitian diketahui bahwa FCF

merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap dilaksanakannya *stock repurchase*. Hal ini karena semakin besar arus kas bebas (FCF) yang dimiliki perusahaan maka akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase*. Selain itu *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan memberikan wewenang bagi manajer perusahaan untuk mengelola kelebihan arus kas bebas tersebut di bawah kontrol mereka. Akan tetapi kewenangan manajer perusahaan tersebut juga dibatasi oleh kontrol dari para pemegang saham perusahaan. Untuk mengurangi kontrol dari para pemegang saham tersebut maka manajer perusahaan memberikan usulan untuk melaksanakan *stock repurchase* melalui rapat umum pemegang saham perusahaan.

6.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian, pembahasan, dan kesimpulan maka beberapa saran yang mungkin dapat dijadikan sebagai masukan dan bahan pertimbangan baik bagi pihak yang terkait dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan, pelaksanaan *stock repurchase* merupakan alternatif yang dapat dipertimbangkan sebagai sebuah strategi untuk mendistribusikan kelebihan arus kas bebas yang dimiliki serta diharapkan akan dapat meningkatkan nilai para pemegang saham.
2. Bagi peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian dengan topik yang sama akan lebih baik jika menambahkan sampel dalam penelitian yang akan dilakukan dengan menambah rentang waktu penelitian. Dengan bertambahnya jumlah sampel penelitian diharapkan akan lebih merepresentasikan informasi yang diperlukan dalam penelitian.
3. Bagi peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian dengan topik yang sama disarankan untuk menambahkan variabel-variabel yang mempengaruhi pelaksanaan *stock repurchase* oleh perusahaan publik. Hal ini disebabkan karena adanya variabel-variabel lain diluar variabel yang diteliti yang dapat menjelaskan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Selain itu perlu diteliti lebih lanjut mengenai bagaimana perusahaan yang memiliki FCF negatif membiayai pembelian kembali sahamnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ani Nurdwiyanti. 2008. Harga Saham Anjlok, Bursa Efek Indonesia Disuspend Sementara. <http://www.swaberita.com/news.html>. 15 Maret 2009.
- Badan Pengawas Pasar Modal. 2008. http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/regulasi_pm/peraturan_pm/XI/XI.B.3. 12 Maret 2009.
- Banyi, M.L., Dyl, E.A, and Kahle, K.M. 2008. Errors in Estimating Share Repurchases. *Journal of Corporate Finance* **14**: 460-474.
- Barth, M.E and Kasznik, R. 1999. Share Sepurchases and Intangible assets. *Journal of Accounting and Economics* **28**: 211-241.
- Bayu. 2008. Jakarta - Wakil Presiden Jusuf Kalla Menegaskan Dana untuk Mendukung Program *BuyBack* Saham Emiten BUMN Sudah Disiapkan dari Kas Negara Sebesar Rp 4 triliun. Jakarta. www.inilah.com. 12 Maret 2009.

- Brigham, E.F, and Daves, P.R. 2006. *Intermediate Financial Management*. 8th Edition. Thomson. South Western.
- Brigham, E.F, and Gapenski, L.C. 1993. *Intermediate Financial Management*. 4th Edition. The Dryden Press. Florida.
- Brigham and Houston. 2004. *Fundamentals of Financial Management*, 10th. Akbar Yulianto (penerjemah). 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10 . Buku 2. Salemba Empat. Jakarta.
- Chew, D.H, and Stern, J.M. 1992. *The Revolution in Corporate Finance*. Second edition. Blackwell Finance.
- Evans.,John P., Robert T, and Gentry, J.A., 2003. Decision to Repurchase Shares : A Cash Flow Story. *Journal of Business And Management* **9** (2): 99-123.
- Emiten Bursa Pelaksana Buy Back. 2008. *Harian Kontan*, 19 Desember 2008. H. 6.
- Ferdinand, A. 2006. *Metode Penelitian Manajemen (Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis dan Disertasi Ilmu Manajemen)*. Edisi 2. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, A. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hackethal, A, and Zdantchouk, A. 2006. Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany. *Financial Markets Portofolio Management* **20**: 123-151.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J and Vermaelen, T. 1995. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics* **39** : 181-208.
- Indonesia Stock Exchange. 2008.<http://www.idx.co.id/eReport/issuer/Announcement/tabid/289/lang/en-US/Language/en-US/Default.aspx.29> Maret 2009.
- Indriantoro, N, dan Supomo, B. 2002. *Metododologi Penelitian Bisnis (Untuk Akuntansi dan Manajemen)*. Edisi Pertama. BPF E . Yogyakarta .
- Jensen, M.C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economics Journal* **76** : 323-329 .
- Jensen, M.C. 1987. The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy. *The Merger Boom, Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston*: 102-143.
- Johnson, R.R, and Kracher, B. 1997. Repurchase Announcements, Lies and False Signals. *Journal of Business Ethics* **16**: 11677-1685.
- Lee, C.H., Hsieh, C, and Peng, X. 2005. Why Do Reits Engage in Open-Market Repurchases?. *Journal of Economics and Finance* **29** (3): 313-320.
- Li, L, and William McNally, W. 2007. The information conten of Canadian open market repurchase announcements. *Managerial Finance* **33** (1): 65-80.

-
- Mitchell, J.D., and Dharmawan, G.V. 2007. Incentives for On-Market Buy-Backs: Evidence from a Transparent Buy-Back Regime. *Journal of Corporate Finance* **13**: 146-169.
- Owi. 2008. Sinergikan BUMN Hingga Program Buy Back. *Harian Umum Jawa Pos*, 2 November 2008.h.3.
- Padgett, C, and Wang., Z. 2007. UK Share Repurchase Activity: The Effects of Free Cash Flow and Signalling. *ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP2007* **13** : 3-16.
- Paxon, D, and Wood, D. 1997. *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance*. Vol VIII. Blackwell Business. USA.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W, and Jaffe, J. 1999. *Corporate Finance*. Fourth edition. Irwin. Toronto.
- Sugiyono. 2002. *Metode Penelitian Bisnis*. Alfabeta : Bandung.
- Stephens, C.P., Weisbach, M.S., 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *Journal of Finance* **53**, 313–333.
- Supranto, J. 2004. *Analisis Multivariat (Arti dan Interpretasi)*. Rineka Cipta. Jakarta.

PEDOMAN PENULISAN NASKAH

1. Naskah ilmiah yang diterbitkan berupa hasil penelitian dan gagasan konseptual;
2. Naskah ilmiah ditulis dalam bahasa Indonesia, atau dalam bahasa Inggris;
3. Secara garis besar, naskah tersusun dengan sistematika atas :
 - a. Judul harus singkat dan jelas sehingga menggambarkan isi tulisan serta dilengkapi dengan nama penulis dan nama institusi tempat kerja penulis;
 - b. Abstrak maksimal 200 kata dalam bahasa Inggris untuk artikel dalam bahasa Indonesia dan bahasa Indonesia untuk artikel berbahasa Inggris;
 - c. Kata-kata kunci (*keywords*) minimal 3 suku kata;
 - d. Pendahuluan memuat latar belakang masalah termasuk pernyataan tujuan tulisan;
 - e. Tinjauan pustaka yang berisi hasil penelitian sebelumnya, kerangka teori dan hipotesis yang diajukan;
 - f. Metode penelitian berisi langkah penelitian yang dilakukan sesuai dengan permasalahan yang disampaikan kecuali untuk telaah pustaka tidak perlu;
 - g. Hasil dan pembahasan: memuat analisis temuan dalam bentuk diskriptif kuantitatif maupun kualitatif yang dapat disertai gambar, table, grafik disertai dengan uraian tentang interpretasi, generalisasi, dan implikasi dari hasil yang diperoleh, serta relevansinya dengan hasil penelitian lain yang menjadi rujukan;
 - h. Simpulan dan rekomendasi atau penutup untuk tulisan berbentuk kajian pustaka;
 - i. Daftar pustaka disajikan mengikuti tata cara seperti contoh berikut, disusun secara alfabetis dan kronologis;

Contoh

MacKinlay, A. C., 1997. Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35 (March): 13-39..

Moleong, L.J. 2001. *Metodologi Penelitian Kualitatif*. Bandung: PT Remaja Rosdakarya.

Grullon, G., dan Michaely, R. 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis, *Journal of Finance* 57 (4): 1649-1684.

4. Setiap pengiriman naskah hendaknya disertai riwayat hidup secara singkat ;
5. Naskah dikirim dalam bentuk print out pada kertas ukuran A4 (kwarto), dengan spasi rangkap (dua spasi), menggunakan pengolah kata minimal Microsoft Word versi 6.0 dengan jumlah halaman maksimal 25 lembar, sebanyak 3 eksemplar dan dalam CD atau lewat email di. tatangag@yahoo.com atau jeam_fe@plasa.com. Naskah diketik mengikuti kaidah bahasa Indonesia yang baik dan benar
6. Naskah harus dikirim paling lambat 2 (dua) bulan sebelum penerbitan ke alamat :

Tim Penyunting

JURNAL EKONOMI, AKUNTANSI DAN MANAJEMEN (JEAM)

FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS JEMBER

Jl. Kalimantan 37 Kampus Tegalboto Tlp (0331) 337990, 322852

Fax (0331) 332150 JEMBER 68121. E-mail : jeam_fe@plasa.com

7. Naskah akan disunting, dengan kriteria penilaian meliputi: orisinalitas, memenuhi kualitas keilmuan, kebenaran isi, kejelasan uraian, dan manfaat bagi masyarakat akademik;
8. Tim redaksi berhak mengirim kembali naskah ke penulis untuk direvisi sesuai dengan saran penilai atau menolak suatu naskah;
9. Naskah yang sudah dikirim dan diputuskan untuk tidak dimuat akan dikembalikan kepada penulis dengan disertai alasan penolakan, jika disertai dengan perangko balasan.