

BAB II

DASAR TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. *Share Repurchase*

Share repurchase atau pembelian kembali saham perusahaan adalah suatu kegiatan dimana perusahaan melakukan pembelian kembali atas saham mereka yang telah beredar di pasar bursa, yang telah dimiliki oleh pemegang saham.

Share repurchase menurut Clayman et al (2012) adalah distribusi laba dalam bentuk pembelian kembali saham yang dimiliki pemegang saham oleh perusahaan. Pada saat membeli kembali sahamnya, biasanya perusahaan akan membelinya di atas harga pasar. Kelebihan atas harga pasar inilah yang biasa dikenal dengan istilah *capital gain*.

2.1.1. Alasan Perusahaan Melakukan *Share Repurchase*

Menurut Wansley et al (1989), terdapat enam alasan yang mungkin digunakan oleh perusahaan ketika melakukan kegiatan *share repurchase*, antara lain :

1. *Dividend substitution hypothesis*

Hipotesis ini menyatakan bahwa pajak yang dikenakan untuk *capital gain* (akibat kegiatan *share repurchase*) lebih rendah daripada pajak yang dikenakan untuk dividen, maka *share repurchase* menjadi

alternatif yang lebih baik dibandingkan dividen dalam mendistribusikan *cash flow* kepada pemegang saham.

2. *Leverage hypothesis*

Kegiatan *share repurchase* dapat meningkatkan *financial leverage*. Pada saat perusahaan membagi kelebihan jumlah modalnya dalam bentuk *share repurchase*, maka nilai ekuitas perusahaan akan menurun, sehingga *debt ratio* perusahaan akan meningkat. Peningkatan *debt ratio* ini berarti pula peningkatan terhadap *leverage* perusahaan. Perusahaan lebih suka melakukan *share repurchase* jika rasio *leverage* dibawah angka yang ditargetkan untuk mencapai struktur modal yang optimal.

3. *Reissue hypothesis*

Share repurchase dilakukan perusahaan untuk menyediakan sejumlah saham sebagai keperluan program pensiun, bonus, *stock option*, atau bentuk *share issue* lainnya.

4. *Investment hypothesis*

Perusahaan yang kurang memiliki kesempatan dalam berinvestasi akan menggunakan kelebihan kas yang dimiliki untuk membeli kembali saham perusahaannya.

5. *Information signalling hypothesis*

Kebanyakan perusahaan melakukan *share repurchase* untuk memberikan informasi atau sinyal positif kepada pemegang saham mengenai kondisi dan kinerja perusahaan.

6. *Wealth transfer hypothesis*

Share repurchase yang dilakukan ketika saham perusahaan mengalami *undervalued* akan menyebabkan adanya *wealth transfer* dari *participating shareholder* sebagai pemegang saham yang bersedia menjual sahamnya, kepada *nonparticipating shareholder*. Selain itu, *share repurchase* mungkin juga dilakukan karena dapat memberikan keuntungan bagi pihak manajemen perusahaan, baik dengan menurunnya kecenderungan perusahaan tersebut untuk diambil alih oleh perusahaan lain, atau dengan meningkatnya persentase kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan.

Dalam penelitian Dittmar (2000), *share repurchase* diukur menggunakan rasio volume *share repurchase* terhadap harga pasar saham perusahaan yang beredar. Rasio ini menunjukkan persentase volume pembelian kembali saham yang dilakukan perusahaan terhadap nilai pasar saham perusahaan yang beredar di pasar.

2.2. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 2/POJK/4-2013

Share repurchase merupakan salah satu aktivitas yang dapat dilakukan oleh perusahaan publik sebagaimana telah diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas dan Peraturan Bapepam dan LK Nomor XI.B.2, Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor Kep-105/BL/2010 tanggal 13 April 2010 tentang Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik. *Share Repurchase* dilakukan untuk mengurangi dampak pasar yang berfluktuasi secara signifikan sehingga terjadi tekanan bursa saham domestik.

Maka demi terjadinya kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan *share repurchase* tanpa melanggar ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku dan tetap menjaga terselenggaranya perdagangan efek yang teratur, wajar, dan efisien, disusunlah Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 2/POJK/4-2013 tentang Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik Dalam Kondisi Pasar Yang Berfluktuasi Secara Signifikan.

Atas kegiatan *share repurchase*, peraturan ini mengatur tentang :

1. Syarat *Share Repurchase*

- a. Perusahaan dapat melakukan *share repurchase* tanpa persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham apabila terjadi kondisi pasar yang berfluktuasi secara signifikan, yaitu kondisi di mana indeks harga saham gabungan di

Bursa Efek selama tiga hari bursa berturut-turut secara kumulatif turun 15% atau lebih.

b. *Share repurchase* dilakukan paling banyak 20% dari modal disetor

c. *Share repurchase* dapat dilakukan paling lama tiga bulan setelah perusahaan menyampaikan keterbukaan informasi kepada Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek. Penyampaian keterbukaan informasi paling lama tujuh hari bursa setelah terjadinya kondisi pasar yang berfluktuasi secara signifikan. Keterbukaan informasi dalam rangka *share repurchase* memuat informasi :

- Perkiraan jadwal, biaya *share repurchase*, dan perkiraan jumlah nilai nominal *share repurchase*.
- Perkiraan penurunan pendapatan perusahaan sebagai akibat *share repurchase*.
- Proforma laba per saham.
- Pembatasan harga saham untuk *share repurchase*.
- Pembatasan jangka waktu pembelian kembali saham.
- Metode *share repurchase*.
- Pembahasan dan analisis manajemen mengenai pengaruh *share repurchase* terhadap kegiatan usaha dan pertumbuhan perusahaan di masa depan.

2. Penggunaan Saham Hasil *Share Repurchase* Oleh Perusahaan

a. Dijual kembali di Bursa Efek maupun di luar Bursa Efek.

- b. Ditarik kembali dengan cara pengurangan modal
- c. Pelaksanaan opsi saham
- d. Pelaksanaan konversi utang menjadi saham
- e. Pelaksanaan waran

2.3. *Dividend Irrelevancy Theory*

Dividend irrelevancy theory oleh Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa *share repurchase* dan dividen adalah *perfect substitute*. Dalam kebijakan investasi, kelebihan kas yang dimiliki perusahaan dapat dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen atau *share repurchase*. Teori ini kemudian menjadi dasar pemilihan *payout policy*, dimana perusahaan dapat memilih dua alternatif, yaitu dividen atau *share repurchase*.

2.4. **Struktur Modal**

Menurut Riyanto dalam Putri (2018), struktur modal adalah pembelanjaan jangka panjang yang digambarkan melalui perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Dalam pemenuhan dana perusahaan, jika perusahaan mengutamakan pemenuhan dana dari sumber internal, maka akan mengurangi ketergantungan dengan pihak eksternal. Selain dana dari pihak internal, perusahaan dapat menggunakan dana dari pihak eksternal apabila dana dari pihak internal tidak mencukupi.

Dana dari pihak eksternal dapat berasal dari *debt financing* atau dengan mengeluarkan saham baru (*external equity financing*). Pemenuhan dana dengan menggunakan *debt financing* saja akan memperbesar ketergantungan dengan pihak eksternal dan memperbesar risiko finansial perusahaan. Sedangkan pemenuhan kebutuhan hanya menggunakan penerbitan saham saja akan membutuhkan biaya yang mahal. Oleh karena itu, perlu adanya keseimbangan yang optimal dalam penggunaan sumber dana tersebut (Riyanto dalam Putri, 2018).

2.5. Free Cash Flow Hypothesis

Menurut Jensen dalam Mulia (2009), kelebihan *cash flow* dalam perusahaan akan menimbulkan konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Para pemegang saham akan lebih memilih agar *free cash flow* dibagikan dalam bentuk dividen atau *share repurchase*, tetapi manajemen memiliki dorongan menggunakan *free cash flow* tersebut untuk meningkatkan pendapatan perusahaan yang mungkin dilakukan dengan menerima proyek atau investasi lain.

Ketika perusahaan merasa bahwa mereka telah *over-invested*, manajemen akan meningkatkan nilai perusahaan dengan cara menjual kembali proyek mereka dan membagikan uang hasil penjualannya kepada pemegang saham. secara bertahap, perusahaan akan mulai menggunakan *free cash flow* yang mereka miliki untuk membeli sahamnya kembali (Jensen dalam Mulia, 2009).

Hal ini didukung oleh Wansley et al (1989) yang menyatakan jika perusahaan yang kurang memiliki kesempatan dalam berinvestasi akan menggunakan *free cash flow* yang dimiliki untuk melakukan *share repurchase*.

2.6. Information Signalling Hypothesis

Jagannathan dan Stephen dalam Mulia (2009) menyebutkan bahwa *information signalling hypothesis* memiliki dua bentuk dasar. Bentuk pertama biasa disebut dengan *earnings signalling hypothesis* yang menyatakan bahwa pengumuman *share repurchase* memberikan sinyal mengenai adanya penambahan tidak terduga atas pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Dalam bentuk kedua, *share repurchase* memberikan sinyal kepada pemegang saham bahwa saham perusahaan mengalami undervaluasi tanpa diikuti dengan adanya kenaikan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang.

2.7. Teori Variabel

2.7.1. Dividen

Salah satu keuntungan yang didapatkan pemegang saham ketika berinvestasi adalah dividen. Menurut Gitman (2006), dividen adalah sumber aliran kas kepada pemegang saham dan menyediakan informasi tentang kinerja sekarang dan masa depan perusahaan. Menurut Ross et al (2013) dividen adalah pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan

kepada pemegang saham dalam bentuk kas maupun saham. Sedangkan menurut Yusof dan Ismail (2016), dividen adalah distribusi bagian laba kepada pemegang saham sebagai bentuk pencapaian tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dividen adalah pembayaran dari perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk kas atau saham sebagai bentuk maksimisasi kekayaan pemegang saham.

Dividend payout ratio adalah indikator dalam pengukuran dividen. Menurut Gitman (2006) *dividend payout ratio* mengindikasikan persentase setiap nilai laba yang didistribusikan kepada pemilik dalam bentuk kas. Sedangkan menurut Hanafi dan Halim (2009), *dividend payout ratio* merupakan rasio pembayaran dividen yang melihat bagian laba (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Berdasarkan dua definisi di atas, dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* merupakan bagian laba yang diterima pemegang saham dari laba bersih yang dihasilkan perusahaan. *Dividend payout ratio* dapat dihitung dengan membagi dividen kas yang dibayarkan perusahaan dengan laba per saham.

2.7.2. Leverage

Penggunaan sumber – sumber pembiayaan perusahaan, baik sumber pembiayaan jangka pendek maupun jangka panjang akan menimbulkan

suatu efek yang disebut *leverage*. *Leverage* atau rasio solvabilitas adalah rasio untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jika perusahaan tersebut dilikuidasi (Darsono dan Ashari, 2010).

Leverage dapat diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER). Menurut Gitman (2006) *debt to equity ratio* mengukur proporsi total aset yang didanai oleh kreditur perusahaan. Semakin tinggi rasio tersebut, semakin besar nilai utang kepada pihak lain yang digunakan untuk menghasilkan laba. *Debt to equity ratio* adalah penghitungan lain untuk menentukan kemampuan pembayaran utang jangka panjang perusahaan (Gibson, 2008). Sedangkan menurut Kasmir (2014), *debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh hutang, termasuk hutang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini digunakan untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan pemegang (kreditur) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini berfungsi untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang.

2.7.3. Kelebihan Kas

Kelebihan kas adalah tambahan jumlah kas melebihi jumlah yang dibutuhkan perusahaan. Kelebihan kas dapat diukur menggunakan *free cash flow*. Menurut Brigham dan Houston (2010) *free cash flow* adalah arus kas yang benar - benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru dan modal kerja.

Menurut Subramanyam dan Wild (2009), *free cash flow* merupakan kas dari aktivitas operasi dikurangi belanja modal dan dividen. Selanjutnya, menurut Ross et al (2013) belanja modal (*net capital spending*) adalah biaya yang dikeluarkan untuk pembelian aset tetap dikurangi pendapatan yang diterima saat penjualan aset tetap.

Dalam penelitian oleh Dittmar (2000), digunakan rasio *free cash flow* terhadap total aset. Rasio *free cash flow* terhadap total aset menunjukkan persentase kas yang dipegang oleh manajer untuk memenuhi kebutuhan perusahaan terhadap keseluruhan aset perusahaan.

2.7.4. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah pengukuran mengenai seberapa baik perusahaan dapat mengelola aset untuk menjalankan kegiatan bisnisnya dan menghasilkan laba. Menurut Moerdiyanto (2010), kinerja perusahaan adalah hasil dari serangkaian proses bisnis yang mana dengan

pengorbanan berbagai macam sumber daya, apabila kinerja perusahaan meningkat, bisa dilihat dari gencarnya kegiatan perusahaan dalam rangka untuk menghasilkan keuntungan yang sebesar-besarnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan adalah pencapaian suatu perusahaan dalam suatu kurun waktu tertentu yang mencerminkan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Penelitian ini melihat kinerja jangka pendek perusahaan. Kinerja jangka pendek perusahaan dapat diukur dengan laba per saham. Laba per saham adalah ukuran laba yang tersedia untuk tiap lembar saham biasa sebelum diperhitungkan konversi dari sekuritas konvertibel. Menurut Ang (1997), laba per saham merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada suatu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan. Sedangkan menurut Tandelilin (2010), laba per saham adalah laba bersih yang siap dibagikan kepada para pemegang saham. Sehingga dapat disimpulkan laba per saham adalah laba bersih perusahaan dalam setiap lembar saham yang dimiliki pemegang saham.

2.7.5. Nilai Perusahaan

Menurut *theory of the firm*, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan menurut Brigham dan Ehrhardt (2002) ditentukan dari hasil yang diungkapkan dalam laporan keuangan perusahaan terhadap maksimalisasi kekayaan

pemegang saham. Nilai perusahaan adalah indikator mengenai bagaimana pasar menyatakan nilai suatu perusahaan secara keseluruhan.

Nilai perusahaan dapat diukur menggunakan beberapa pengukuran, salah satunya adalah rasio harga saham terhadap nilai buku ekuitas (*price to book value ratio*). Menurut Ang (1997) *price to book value ratio* merupakan salah satu rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai buku per lembar sahamnya.

2.8. Penelitian Terdahulu

Dittmar (2000) meneliti tentang faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan *share repurchase* dengan judul “*Why Do Firms Repurchase Stock?*”. Peneliti menguji hubungan kelebihan kas, dividen, nilai perusahaan, *leverage*, hak opsi, dan ancaman pengambil alihan perusahaan terhadap *share repurchase*. Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan yang terdaftar di Compustat dan Center for Research in Security Prices (CRSP) periode 1977 – 1996, dengan pengecualian perusahaan yang bergerak di industri keuangan, transportasi dan sarana publik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa volume *share repurchase* yang ditetapkan perusahaan dipengaruhi nilai perusahaan yang mengalami undervaluasi dan adanya kelebihan kas. Namun, penetapan volume *share repurchase* tidak mengurangi volume pembagian dividen kepada pemegang saham. Selain itu, penetapan volume *share repurchase* dipengaruhi

rasio *leverage* yang terlalu rendah, menghindari pengambil alihan perusahaan, dan mencadangkan saham untuk transaksi opsi saham.

Penelitian oleh Block (2006) berjudul “*An Empirical Study of Stock : Repurchase Program Among 1000 Fortune Companies*” meneliti faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan *share repurchase*, antara lain dividen, opsi saham, nilai perusahaan, dan ancaman pengambil alihan perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada periode 1995 – 2004 melalui survey pada 372 perusahaan yang terdaftar dalam *Fortune 1000* dan melakukan *share repurchase*. Hasilnya, alasan utama perusahaan memilih *share repurchase* adalah sebagai alternatif pembayaran kepada pemegang saham selain dividen dan sebagai langkah mencadangkan saham untuk pemberian insentif bagi manajemen melalui opsi saham. Selain itu, *share repurchase* juga dipilih untuk meningkatkan nilai perusahaan. Namun, pemilihan *share repurchase* tidak dipengaruhi alasan perusahaan untuk menghindari pengambil alihan perusahaan.

Suranta et al (2012) meneliti faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan *share repurchase* dengan judul “Keputusan Perusahaan Melakukan *Share Repurchase : Free Cash Flow Hypothesis* ataukah *Signalling Hypothesis Theory?*”. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage*, kinerja perusahaan, dan dividen. Penelitian ini dilakukan di seluruh perusahaan yang melakukan *share repurchase* dan terdaftar di *Indonesia Stock Exchange* pada periode 2004 – 2009. Hasil dari

penelitian ini menyatakan *free cash flow*, ukuran perusahaan, dan dividen memiliki pengaruh positif terhadap penetapan kebijakanshare *repurchase*. Namun nilai perusahaan, rasio *leverage* dan laba per saham berpengaruh negatif terhadap penetapan kebijakanshare *repurchase*.

Arfiansyah (2017) melakukan penelitian berjudul “Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembelian Kembali Saham” mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan *share repurchase*. Faktor – faktor tersebut antara lain *return* saham, nilai perusahaan, kelebihan kas, *leverage*, dan dividen. Penelitian ini dilakukan di Indonesia pada periode 2011 – 2016. Sampel penelitian ini dikelompokkan menjadi dua kelompok, yaitu kelompok perusahaan yang melakukan *share repurchase* dan kelompok perusahaan yang tidak melakukan *share repurchase*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *return* saham dan nilai perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pemilihan kebijakan *share repurchase*. Kas dan ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap pemilihan *share repurchase*. Sementara rasio *leverage*, dividen dan peluang pertumbuhan perusahaan secara konsisten tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan perusahaan dalam pemilihan kebijakanshare *repurchase*.

Penelitian oleh Ariyanti (2018) meneliti mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan *share repurchase* dengan judul “Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembelian Kembali Saham Pada Perusahaan”. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *leverage*,

kelebihan kas, *return on assets*, dan ukuran perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011 – 2016 dan melakukan *share repurchase*. Hasilnya, *return on assets* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *volumeshare repurchase* yang ditetapkan perusahaan. Selain itu rasio *leverage* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap penetapan *volumeshare repurchase* oleh perusahaan. Namun, kelebihan kas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan perusahaan dalam penetapan *volumeshare repurchase*.

2.9. Pengembangan Hipotesis

2.9.1. Pengaruh Dividen terhadap *Share Repurchase*

Menurut *dividend irrelevancy theory* oleh Miller dan Modigliani (1961), *share repurchase* dan dividen adalah *perfect substitute*, sehingga kelebihan kas yang dimiliki perusahaan dapat dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen atau *share repurchase*. Menurut *dividend substitution hypothesis*, perusahaan lebih memilih *share repurchase* daripada dividen sebagai bentuk pembayaran kepada pemegang saham. Hal itu dikarenakan pajak yang dikenakan untuk *capital gain* lebih rendah dibandingkan pajak yang dikenakan untuk dividen (Wansley et al, 1989). Masalah terkait tarif pajak inilah yang menyebabkan perusahaan memilih *share repurchase* daripada dividen sebagai bentuk pembayaran kepada pemegang saham.

Berdasarkan teori – teori tersebut, apabila pembayaran dividen kepada pemegang saham rendah, maka tingkat *share repurchase* yang dilakukan perusahaan akan meningkat. Block (2006) mendukung teori tersebut dengan menyatakan bahwa *share repurchase* merupakan alternatif pembayaran kepada pemegang saham selain dividen. Namun penelitian oleh Dittmar (2007) dan Arfiansyah (2017) menyatakan pendapat yang berbeda, yaitu bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap *share repurchase*. Sedangkan menurut Suranta et al (2012), pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *share repurchase*. Maka, hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah :

H_{a1} : Semakin rendah dividen yang dibayarkan, semakin tinggi volume *share repurchase*.

2.9.2. Pengaruh Leverage terhadap Share Repurchase

Dalam mengelola perusahaan, manajemen dapat menggunakan dana dari pihak eksternal apabila dana dari pihak internal tidak mencukupi. Menurut Riyanto dalam Putri (2018), modal dari pihak eksternal dapat berasal dari *debt financing* atau dengan mengeluarkan saham baru (*external equity financing*).

Pemenuhan dana dengan menggunakan *debt financing* saja akan memperbesar ketergantungan dengan pihak eksternal dan memperbesar risiko finansial perusahaan. Sedangkan pemenuhan kebutuhan hanya

menggunakan penerbitan saham saja akan membutuhkan biaya yang mahal. Oleh karena itu, perlu adanya keseimbangan yang optimal dalam struktur modal tersebut. (Riyanto dalam Putri, 2018). Struktur modal yang optimal merupakan kombinasi utang dan ekuitas yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan sehingga memberikan manfaat lebih kepada pemegang saham. Struktur modal yang memberikan manfaat lebih kepada pemegang saham adalah struktur modal yang dapat menghasilkan nilai perusahaan yang tertinggi atau biaya modal yang terendah (Ross et al, 2009).

Perusahaan dengan rasio *leverage* yang rendah, memiliki rasio ekuitas yang tinggi. Meskipun rasio ekuitas yang tinggi menunjukkan kondisi perusahaan yang lebih baik, namun untuk mencapai rasio ekuitas yang tinggi membutuhkan biaya modal yang besar. Untuk menekan biaya modal, perusahaan berusaha meningkatkan utang mereka untuk mencapai tingkat rasio *leverage* tertentu dan struktur modal yang optimal. Menurut *leverage hypothesis* yang dikemukakan oleh Wansley et al (1989), *share repurchase* dapat meningkatkan *financial leverage*. Pada saat perusahaan membagi kelebihan jumlah modalnya dalam bentuk *share repurchase*, maka nilai ekuitas perusahaan akan menurun, sehingga *debt ratio* perusahaan akan meningkat. Peningkatan *debt ratio* ini berarti pula peningkatan terhadap *leverage* perusahaan.

Berdasarkan teori struktur modal dan *leverage hypothesis*, rendahnya rasio *leverage* di periode sebelumnya mendorong perusahaan melakukan *share repurchase* di periode berjalan. Hal ini juga didukung oleh Dittmar (2000) yang menyatakan bahwa perusahaan melakukan *share repurchase* akibat rendahnya rasio *leverage*. Suranta et al (2012) juga menyatakan bahwa rasio *leverage* berpengaruh negatif terhadap *share repurchase*. Pendapat yang sama dinyatakan oleh Ariyanti (2018) yang menyatakan pengaruh negatif dari rasio *leverage* terhadap *share repurchase*. Namun penelitian oleh Arfiansyah (2017) menunjukkan hasil yang berbeda, dimana *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *share repurchase*. Maka, hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah :

Ha₂ : Semakin rendah rasio *leverage*, semakin tinggi volume *share repurchase*.

2.9.3. Pengaruh Kelebihan Kas terhadap *Share Repurchase*

Menurut *free cash flow* dan *investment hypothesis*, ketika perusahaan merasa bahwa mereka telah *over-invested* (Jensen dalam Mulia, 2009) atau merasa kurang memiliki kesempatan dalam berinvestasi (Wensley et al, 1989), manajemen akan menggunakan kelebihan kas yang dimiliki untuk melakukan *share repurchase*. Hal ini

dilakukan untuk mencegah konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham dan untuk tujuan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Maka, semakin tinggi kelebihan kas di perusahaan pada periode sebelumnya, akan menyebabkan peningkatan volume *share repurchase* yang dilakukan perusahaan pada periode berjalan.

Hubungan positif antara kelebihan kas dengan volume *share repurchase* juga telah diuji oleh beberapa penelitian. Penelitian oleh Dittmar (2000) menyatakan bahwa *share repurchase* digunakan untuk mendistribusikan kas kepada pemegang saham. Suranta et al (2012) menyatakan kelebihan kas berpengaruh positif terhadap penetapan kebijakan *share repurchase*. Arfiansyah (2017) mendukung hal tersebut dengan menyatakan bahwa kelebihan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penetapan kebijakan *share repurchase*. Namun pendapat berbeda dinyatakan oleh Ariyanti (2018) yang mengemukakan bahwa kelebihan kas tidak berpengaruh signifikan terhadap penetapan volume *share repurchase* oleh perusahaan. Maka, hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah :

Ha₃ : Semakin tinggi kelebihan kas, semakin tinggi volume *share repurchase*.

2.9.4. Pengaruh Kinerja Perusahaan terhadap *Share Repurchase*

Salah satu bentuk *information signalling hypothesis* menurut Jagannathan dan Stephen dalam Mulia (2009) disebut dengan *earnings signalling hypothesis*. Teori ini menyatakan bahwa pengumuman *share repurchase* memberikan sinyal mengenai adanya penambahan tidak terduga atas pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini dibuktikan dengan kemampuan perusahaan membeli kembali saham beredar dengan harga premium, yang oleh perusahaan dilakukan untuk menyampaikan sinyal positif mengenai peningkatan kinerja perusahaan pada periode berjalan. Jadi peningkatan kinerja mempengaruhi peningkatan volume *share repurchase* yang dilakukan perusahaan. Namun penelitian oleh Suranta et al (2012) menunjukkan hal yang berbeda. Hasil penelitiannya menunjukkan pengaruh negatif dari kinerja perusahaan terhadap penetapan kebijakan *share repurchase*.

Perusahaan menetapkan volume *share repurchase* yang tinggi untuk menunjukkan sinyal positif mengenai peningkatan kinerja perusahaan di masa depan. Untuk itu, hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah :

H_{a4} : Semakin tinggi kinerja perusahaan, semakin tinggi volume *share repurchase*.

2.9.5. Pengaruh Nilai Perusahaan terhadap *Share Repurchase*

Bentuk kedua dari *information signalling hypothesis* adalah sinyal kepada pemegang saham bahwa nilai perusahaan mengalami undervaluasi (Jagannathan dalam Mulia, 2009). Bentuk ini juga didukung *wealth transfer hypothesis* yang disampaikan Wensley et al (1989). Teori ini menyatakan bahwa ada asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham yang menyebabkan saham perusahaan mengalami undervaluasi. Ketika hal tersebut terjadi, perusahaan akan memberikan sinyal ke pasar modal, salah satunya melalui *share repurchase*. Jadi, apabila perusahaan dinilai terlalu rendah pada periode sebelumnya, maka perusahaan tersebut akan semakin meningkatkan volume *share repurchase* pada periode berjalan.

Hubungan negatif antara nilai perusahaan dengan *share repurchase* ini didukung oleh beberapa penelitian, antara lain oleh Dittmar (2000) yang menyatakan nilai perusahaan yang dinyatakan terlalu rendah mempengaruhi penetapan volume *share repurchase*. Block (2006) juga mengungkapkan *share repurchase* dilakukan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Suranta et al (2012) menyatakan bahwa nilai perusahaan berpengaruh negatif terhadap penetapan kebijakan *share repurchase*. Arfiansyah (2017) juga mendukung pernyataan tersebut dengan mengungkapkan bahwa nilai perusahaan berpengaruh negatif dan

signifikan terhadap *share repurchase*. Maka hipotesis kelima dalam penelitian ini adalah :

Ha₅ : Semakin rendah nilai perusahaan, semakin tinggi volume *share repurchase*.

