

BAB II

FREE CASH FLOW, UNDERVALUATION, LEVERAGE, STOCK REPURCHASE, DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Teori Sinyal

Siregar (2009) menyatakan bahwa teori sinyal menyajikan informasi masa kini akan digunakan perusahaan di masa yang akan datang. Sinyal perusahaan dapat dilihat dari reaksi harga saham. Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan *return* saham sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Pengumuman sebuah berita dari perusahaan dikatakan mempunyai kandungan informasi jika memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar. Salah satu informasi yang dapat mempengaruhi *abnormal return* perusahaan adalah informasi tentang rencana *stock repurchase*.

Rasbrant (2011) menyatakan bahwa sinyal yang muncul akibat pengumuman rencana *stock repurchase* berdampak terhadap seluruh harga sekuritas perusahaan yang berisiko mengalami penurunan nilai. Asumsi ini didasari ketika manajer dapat mendeteksi penurunan nilai pada harga saham perusahaan dan hal ini dapat mempengaruhi minat investor jangka panjang, sehingga manajer harus melakukan *stock repurchase* ketika harga saham mengalami penurunan. Investor yang menerima informasi yang berkaitan dengan rencana perusahaan melakukan *stock repurchase* dapat saja menganggap hal tersebut sebagai sinyal positif maupun sinyal negatif.

2.2. *Stock Repurchase*

Pembelian kembali saham beredar (*stock repurchase*) adalah suatu kegiatan dimana perusahaan melakukan pembelian kembali atas saham mereka yang telah beredar di pasar bursa, atau yang telah dimiliki oleh para pemegang saham (Mulia, 2009). Terdapat beberapa metode dalam pelaksanaan *stock repurchase*. Namun pada umumnya, metode yang dalam *stock repurchase* adalah *open-market stock repurchase* dimana berdasarkan metode ini, emiten melakukan pembelian saham melalui broker dengan membayar komisi pada tingkat normal. Pembelian kembali saham beredar menurut Kep-105/BL/2010 dari BAPEPAM LK mensyaratkan harga pembelian kembali saham beredar yang melalui bursa efek harus lebih rendah atau sama dengan harga transaksi yang terjadi sebelumnya.

Terdapat beberapa alasan perusahaan melakukan pembelian kembali saham beredar mereka menurut Weygandt *et al.* (2011), antara lain:

1. Menyediakan distribusi *free cash flow* yang lebih hemat pajak terhadap pemegang saham.
2. Meningkatkan *earnings per share* dan *return on equity*. Pengurangan terhadap saham beredar dan ekuitas cenderung meningkatkan rasio kinerja tertentu.
3. Menyediakan saham untuk kompensasi karyawan atau memenuhi potensi merger.
4. Menggagalkan upaya pengambilalihan oleh pihak lain atau mengurangi jumlah pemegang saham.

5. Menciptakan pasar bagi sahamnya sendiri. Dengan dilakukannya aksi *stock repurchase*, saham beredar akan berkurang jumlahnya sehingga memunculkan permintaan yang dapat menstabilkan harga saham.

Pelaksanaan *stock repurchase* di Indonesia secara rinci diatur dalam Keputusan Ketua BAPEPAM-LK nomor: KEP-105/BL/2010. Aturan tersebut mensyaratkan pembelian kembali saham beredar wajib terlebih dahulu memperoleh persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pengumuman hasil RUPS paling sedikit memuat informasi sebagai berikut:

1. Perkiraan jadwal, perkiraan biaya pembelian kembali, dan perkiraan jumlah nilai nominal seluruh saham yang akan dibeli kembali;
2. Penjelasan, pertimbangan, dan alasan dilakukannya pembelian kembali saham perusahaan;
3. Perkiraan menurunnya pendapatan perusahaan sebagai akibat pelaksanaan pembelian kembali saham dan dampak atas biaya pembiayaan perusahaan;
4. Performa laba per saham perusahaan setelah rencana pembelian kembali saham dilaksanakan, dengan mempertimbangkan menurunnya pendapatan;
5. Pembatasan harga saham untuk pembelian kembali saham;
6. Pembatasan jangka waktu untuk pembelian kembali saham;
7. Metode yang akan digunakan untuk membeli kembali saham; dan

8. Analisis dan pembahasan manajemen mengenai pengaruh pembelian kembali saham terhadap kegiatan usaha dan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang.

Pada kondisi pasar yang mengalami fluktuasi secara signifikan, seperti yang pernah terjadi pada tahun 2013 dimana perdagangan saham di BEI pada 20 Mei hingga 27 Agustus 2013 mengalami tekanan sebesar 23.91% (OJK, 2013) menyebabkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengeluarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor: 2/POJK.04/2013 tentang “Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik dalam Kondisi Pasar yang Berfluktuasi secara Signifikan”. Aturan OJK tersebut dikeluarkan dengan pertimbangan kemudahan bagi emiten untuk melakukan aksi korporasi pembelian kembali saham tanpa melanggar ketentuan perundang-undangan yang berlaku.

POJK nomor: 2/POJK.04/2013 mensyaratkan pembelian kembali saham beredar dapat dilakukan oleh emiten paling banyak 20% (dua puluh perseratus) dari modal disetor tanpa persetujuan RUPS. Pembelian ini hanya dapat dilakukan pada kondisi pasar yang mengalami fluktuasi secara signifikan. Pasar dinyatakan berfluktuasi secara signifikan saat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di bursa efek selama tiga hari berturut-turut secara kumulatif turun 15% (lima belas perseratus) atau lebih.

POJK nomor: 2/POJK.04/2013 menyebabkan pelaksanaan *stock repurchase* meningkat pada tahun 2013, dimana tercatat sebanyak 25 perusahaan non-finansial yang melakukan *stock repurchase*. Namun, setelah aturan ini

dihapus pada tahun 2014 karena kondisi pasar sudah tidak berfluktuasi secara signifikan, jumlah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* menurun menjadi 13 perusahaan pada tahun 2014.

2.3. *Free Cash Flow*

Weygandt *et al.* (2011) mendefinisikan *free cash flow* sebagai sejumlah aliran kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tujuan penambahan investasi, melunasi utang, pembelian kembali saham beredar sebagai saham treasury (*stock repurchase*), atau menambah tingkat likuiditas. *Free cash flow* mengacu pada uang tunai yang bebas didistribusikan oleh perusahaan ke kreditur dan pemegang saham karena uang tunai tersebut tidak digunakan untuk investasi dalam modal kerja atau aset tetap (Ross *et al.*, 2008).

Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk. Sedangkan aliran kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2004).

2.4. *Undervaluation*

Hubungan antara harga pasar saham dengan nilai buku saham per lembar saham dapat digunakan untuk menentukan nilai suatu saham. Secara teoritis, nilai pasar suatu saham haruslah mencerminkan nilai bukunya (Tandelilin, 2010). Namun tidak menutup kemungkinan bahwa harga pasar saham dapat saja dinilai terlalu rendah jika dibandingkan dengan nilai bukunya.

Menurut Mufidah (2011), *undervaluation* merupakan kondisi dimana harga saham dinilai terlalu rendah dibandingkan dengan nilai bukunya yang tercermin dari nilai *market to book ratio*. Harga saham adalah harga yang ditentukan oleh penawaran dan permintaan dari anggota bursa (Jogiyanto, 2008). Perusahaan dengan *market to book ratio* yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang mengalami *undervaluation*, dimana sahamnya dinilai rendah dibandingkan dengan nilai bukunya.

2.5. *Leverage*

Proporsi penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dinamakan *financial leverage*. Struktur modal adalah pilihan perusahaan tentang seberapa banyak perusahaan secara relatif menggunakan utang dibandingkan dengan ekuitas dalam mendanai kegiatan perusahaan (Ross *et al.*, 2008). *Leverage* merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki biaya tetap bagi perusahaan (Mastan, 2012). Semakin banyak utang perusahaan, maka akan semakin tinggi *financial leverage*-nya.

2.6. Penelitian Terdahulu

Tabel berikut ini menunjukkan secara ringkas penelitian-penelitian terdahulu:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Peneliti (Tahun Penelitian)	Variabel	Objek	Hasil Penelitian
Mufidah (2011)	<p>Variabel independen = <i>free cash flow</i>, <i>undervaluation</i>, serta <i>leverage</i>.</p> <p>Variabel dependen = <i>stock repurchase</i>.</p>	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<p><i>Free cash flow</i>, <i>undervaluation</i>, <i>leverage</i> secara simultan berpengaruh terhadap <i>stock repurchase</i>.</p> <p><i>Free cash flow</i> secara parsial berpengaruh terhadap <i>stock repurchase</i>.</p> <p><i>Undervaluation</i> tidak berpengaruh secara parsial terhadap <i>stock repurchase</i>.</p> <p><i>Leverage</i> tidak berpengaruh secara parsial terhadap <i>stock repurchase</i>.</p>
Mastan (2012)	<p>Variabel independen = <i>excess cash flow</i>, <i>price earnings ratio</i>, <i>leverage</i>.</p> <p>Variabel dependen = <i>stock</i></p>	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	<p><i>Excess cash flow</i> tidak berpengaruh positif terhadap <i>stock repurchase</i>.</p> <p><i>Price earning ratio</i> tidak berpengaruh</p>

Peneliti (Tahun Penelitian)	Variabel	Objek	Hasil Penelitian
	<i>repurchase</i>		positif terhadap <i>stock repurchase</i> . <i>Leverage</i> berpengaruh positif terhadap <i>stock repurchase</i> .
Lestari (2015)	Variabel independen = <i>free cash flow, undervalue, size, leverage, payout, growth</i> . Variabel dependen = <i>share repurchase</i>	Semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada periode 2009-2013	<i>Free cash flow, undervalue, size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan <i>share repurchase</i> . <i>Leverage, payout, growth</i> tidak berpengaruh terhadap keputusan <i>share repurchase</i> .
Dittmar (2000)	Variabel independen = <i>excess capital, undervalue, payout, size, leverage, takeover, stock option</i> . Variabel dependen = <i>share repurchase</i>	Seluruh perusahaan yang terdaftar di CSRP pada periode 1977-1996.	<i>Excess capital, undervalue, size, leverage, takeover, stock option</i> berpengaruh terhadap <i>share repurchase</i> . <i>Payout</i> tidak berpengaruh terhadap <i>share repurchase</i> .
Yarram (2014)	Variabel independen = <i>size, free cash flow, changes in cash flow, earnings to</i>	<i>Australia Ordinary Index</i> periode 2004-2010.	<i>Size</i> berpengaruh positif terhadap keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i> .

Peneliti (Tahun Penelitian)	Variabel	Objek	Hasil Penelitian
	<p><i>price ratio, market value to book value ratio, leverage, dividend payout, franking proportion, the threat of a takeover, ESOP, board size, board independence, CEO duality</i></p> <p>Variabel dependen = keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i></p>		<p><i>Free cash flow, changes in cash flow, dan board independence</i> tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap keputusan melakukan <i>share repurchase</i>.</p> <p><i>Earnings to price ratio, the threat of a takeover, ESOP, dan board size</i> tidak berpengaruh positif terhadap keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i>.</p> <p><i>Growth opportunities</i> tidak berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i>.</p> <p><i>Levergace</i> tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i>.</p> <p><i>Dividend payout dan franking proportion</i> tidak</p>

Peneliti (Tahun Penelitian)	Variabel	Objek	Hasil Penelitian
			<p>berpengaruh terhadap keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i>.</p> <p><i>CEO duality</i> tidak berpengaruh negatif terhadap keputusan untuk melakukan <i>share repurchase</i>.</p>

Sumber: Penelitian terdahulu

2.7. Pengembangan Hipotesis

Perusahaan dapat menggunakan keputusan untuk melakukan *stock repurchase* sebagai sinyal positif bagi para pemegang saham. Sinyal positif ini dapat berupa kemungkinan investor memperoleh *abnormal return*. *Abnormal return* dapat terjadi karena pada umumnya perusahaan melakukan *stock repurchase* dengan membayarkan kas yang lebih tinggi dari harga saham beredar. Selain itu, dengan dilakukannya *stock repurchase*, harga saham yang masih beredar akan mengalami kenaikan, sehingga pemegang saham dapat menikmati *capital gain*. Kenaikan harga saham ini diakibatkan oleh penawaran saham yang menurun, dengan asumsi permintaan saham tetap, sehingga harga pasar dapat meningkat dan menghasilkan *capital gain* bagi pemegang sahamnya. *Capital gain* dikenakan tarif pajak yang rendah jika dibandingkan dengan pajak yang dikenakan atas dividen. Kenaikan harga saham diakibatkan karena semakin

berkurangnya jumlah saham beredar di pasar. Sesuai dengan prinsip ekonomi, bahwa semakin terbatas jumlah barang tersedia, maka akan semakin mahal harganya. Semakin terbatas jumlah saham beredar, maka permintaan akan saham akan melambung sehingga berdampak terhadap naiknya harga saham.

2.7.1. *Free Cash Flow*

Pada umumnya, perusahaan yang telah memiliki arus kas dari aktivitas operasi yang telah dikurangi dengan belanja investasi dengan NPV positif memiliki beberapa alternatif untuk mendistribusikan arus kas bebasnya kepada para pemegang saham. *Free cash flow* dapat digunakan perusahaan untuk menyejahterakan pemegang saham dengan melakukan kegiatan *stock repurchase* (selain pembagian dividen). Semakin tingginya *free cash flow* maka, kemungkinan manajer untuk melakukan *stock repurchase* semakin tinggi.

Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi 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). Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* sehingga volume saham yang dibeli kembali juga akan semakin besar (Mufidah,2011).

Dari penjelasan tersebut, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha₁: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

2.7.2. *Undervaluation*

Undervaluation merupakan kondisi saham perusahaan yang dinilai terlalu rendah. *Undervaluation* dapat juga mempengaruhi keputusan aksi *stock repurchase*. Ketika saham perusahaan mengalami *undervalue*, atau harga saham tidak mencerminkan harga yang sebenarnya, perusahaan akan berusaha untuk memperbaiki kesalahan nilai saham di pasar saham dengan melakukan program pembelian kembali saham (Yarram, 2014).

Perusahaan yang mengalami *undervalue* dapat memberikan sinyal kepada pemegang sahamnya. Sinyal kepada pemegang saham dapat dilakukan dengan pengumuman pelaksanaan *stock repurchase*. Sinyal akan dianggap positif jika setelah pengumuman pelaksanaan *stock repurchase*, jumlah permintaan akan saham perusahaan meningkat, sehingga harga pasar saham juga ikut meningkat. Meningkatnya harga pasar saham berakibat pada tingginya jumlah kas yang dikeluarkan oleh perusahaan pada saat pelaksanaan *stock repurchase*.

Dari penjelasan tersebut, maka peneliti merumukan hipotesis sebagai berikut:

Ha₂: *Undervaluation* berpengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

2.7.3. *Leverage*

Ketika suatu perusahaan melakukan *stock repurchase*, nilai dari ekuitasnya akan berkurang, sehingga dapat meningkatkan rasio *leverage*. Dengan

menggunakan asumsi bahwa terdapat rasio *leverage* yang optimal, perusahaan mungkin melakukan *stock repurchase* untuk mencapai target rasio tersebut (Dittmar, 2000). Jumlah dari saham beredar yang dibeli kembali oleh perusahaan dapat disesuaikan dengan kebutuhannya. Pada umumnya perusahaan akan melakukan *stock repurchase* pada tingkat yang signifikan untuk mencapai tujuan dari dilaksanakannya *stock repurchase*. Pada kaitannya dengan *leverage*, jika struktur modal suatu perusahaan dinilai memiliki rasio *leverage* yang terlalu rendah, atau tidak sesuai dengan target rasio optimal yang ditentukan oleh manajer, maka perusahaan akan melakukan *stock repurchase* dalam jumlah yang lebih besar agar aksi *stock repurchase* dapat meningkatkan rasio *leverage* secara signifikan.

Pada penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang rendah akan melakukan *stock repurchase* dengan volume yang lebih besar pula dengan tujuan menaikkan rasio *leverage*-nya ke tingkat optimal. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung akan membeli kembali sahamnya dengan nilai yang lebih rendah.

Dari penjelasan tersebut, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha₃: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *stock repurchase*