

Tabel 3

Bulan	Closing price	Return	Abnormal Return	Bulan	Closing price	Return	Abnormal Return
Okttober01	3000	13.3333333	11.17210	September	6100	-1.6393443	-3.141798262
Nopember	3400	-5.8823529	-8.04358	Okttober	6000	-12.5	10.997546
Desember	3200	-3.3149171	-5.47615	Nopember	6750	-1.4814815	-2.983935481
Januari02	4325	35.15625	32.99502	Desember	6650	-12.030075	10.52762119
Pebruari	4500	4.04624277	1.88501	Januari	7450	-10.9661836	-0.536270425
Maret	4525	0.55555556	-1.60567	Pebruari	8150	9.3959732	7.893519154
April	4375	-12.903226	-15.06446	Maret	10350	26.993865	25.49141103
Mei	4575	4.57142857	2.41020	April	10450	0.9661836	-0.536270425
Juni	4100	-10.382514	-12.54374	Mei	8100	-22.488038	-23.99049228
Juli	3950	-3.685366	-5.81977	Juni	8400	3.7037037	2.201249704
Agustus	3875	-1.8987342	-4.05996	Juli	8150	-2.9761905	-4.478644476
September	3375	-11.851852	-14.01308	Agustus	8400	3.0674847	1.565030663
Okttober	2975	-12.903226	-15.06446	September	8700	3.5714286	2.068974571
Nopember	3175	6.72268908	4.56146	Okttober	8750	0.5747126	-0.927741356
Desember	3700	16.5354331	14.37420	Nopember	8850	-1.1428571	-2.645311143
Januari03	2975	-19.594595	-21.75582	Desember	8900	2.8901734	1.38771941
Pebruari	2950	-0.8403361	-3.00157	Januari	8450	-5.0561798	-6.558633775
Maret	2950	0	-2.16123	Pebruari	8500	0.591716	-0.910738024
April	3575	21.1864407	19.02521	Maret	8300	-2.3529412	-3.855395176
Mei	3850	7.69230769	5.53108	April	8300	0	-1.502454
Juni	4150	7.79220779	5.63098	Mei	8000	-3.61144578	-5.116911831
Juli	4100	-1.2048193	-3.36605	Juni	7750	-3.125	-4.627454
Agustus	4050	-1.2195122	-3.38074	Juli	7800	0.6451613	-0.85729271
September	4525	11.7283951	9.56717			1.5024539	-1.21708E-06
Okttober	4350	-3.8674033	-6.02863				
Nopember	4250	-2.2988506	-4.46008				
Desember	4475	5.29411765	3.13289				
Januari04	5050	12.849162	10.68793				
Pebruari	4875	-3.4653465	-5.62658				
Maret	4475	-8.2051282	-10.36636				
April	5100	13.9664804	11.80525				
Mei	4950	-2.9411765	-5.10241				
Juni	5100	3.03030303	0.86907				
Juli	5450	6.8627451	4.70152				
Agustus	5300	-2.7522936	-4.91352				
September	6100	15.0943396	12.93311				
Okttober	6000	-1.6393443	-3.80057				
Nopember	6750	12.5	10.33877				
Desember	6650	-1.4814815	-3.64271				
Januari 05	7450	12.0300752	9.86885				
Pebruari	8150	9.39597315	7.23474				
Maret	10350	26.993865	24.83264				
April	10450	0.96618357	-1.19505				
Mei	8100	-22.468038	-24.64927				
Juni	8400	3.7037037	1.54247				
Juli	8150	-2.9761905	-5.13742				
Agustus	8400	3.06748466	0.90625				
September	8700	3.57142857	1.41020				
Okttober	8750	0.57471264	-1.58652				
Nopember	8650	-1.1428571	-3.30409				
Desember	8900	2.89017341	0.72894				
Januari 06	8450	-5.0561798	-7.21741				
Pebruari	8500	0.59171598	-1.56951				
Maret	8300	-2.3529412	-4.51417				
April	8300	0	-2.16123				
Mei	8000	-3.6144578	-5.77569				
Juni	7750	-3.125	-5.28623				
Juli	7800	0.64516129	-1.51607				
		2.16123	-0.00028				

cash dividen dibandingkan dalam bentuk stock repurchase.

Penutup

Fenomena *stock repurchase*, belum banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta, terhitung sejak tahun 1994-2005 hanya perusahaan HM. Sampoerna yang melakukan kegiatan ini. Hal ini diperkuat bukti bahwa baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, program ini memberikan *abnormal return* yang negatif. Melihat kondisi di atas, perusahaan-perusahaan yang *listed* di BEJ lebih tertarik mendistribusikan *free cash flow*nya dengan *cash dividen* dibandingkan dengan program *stock repurchase* ini. Hal ini berarti investor di Indonesia masih memandang bahwa perusahaan yang membayarkan dividen mempunyai *earning* yang lebih stabil dibandingkan perusahaan yang melakukan *stock repurchase*. Peningkatan pembayaran dividen dilakukan perusahaan karena mempunyai *earning* yang bagus secara permanen sedangkan *stock repurchase* dilakukan hanya pada perusahaan yang memiliki *earning* bagus tapi bersifat *temporary*.

Tabel 3

3-Jul-06	\$ 200.00 Cash Dividend
14-Oct-05	\$ 340.00 Cash Dividend
22-Jul-05	\$ 275.00 Cash Dividend
24-Nov-04	\$ 175.00 Cash Dividend
27-Jul-04	\$ 80.00 Cash Dividend
2-Jul-04	\$ 30.00 Cash Dividend
19-May-04	\$ 120.00 Cash Dividend
22-Jul-03	\$ 140.00 Cash Dividend
8-Apr-03	\$ 50.00 Cash Dividend
9-Aug-02	\$ 25.00 Cash Dividend

DAFTARPUSTAKA

- Atmaja, Lukas Setia. (1999). *Manajemen Keuangan*. Penerbit Andi, Yogyakarta
- Bhattacharya, Utpal ; Dittmar, Amy. (2005). *Costless Versus Costly Signal Theory and Evidence*.
- Born, Patricia ; Giaccotto, Carmelo ; Ritsatos, Titos. (2004). *The Wealth and Information Effects of Insurers'Open Market Stock Repurchase Announcements*. *Risk Management and Insurance Review*. Vol. 7
- Core, John E ; Guy, Wayne R ; Verdi, Rodrigo S (2005). *Agency Problem of Excess Endowment Holdings In Not-For-Profit Firms*.
- Eberhart, Allan C ; Maxwell, William F ; Siddique, Akhtar R. (2004). *An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R & D Increases*. *The Journal of Finance*. Vol. LIX. No. 2, April
- Fried, Jesse M (2005) *Open Market Repurchases : Signaling or Managerial Opportunities*.
- Grullon, Gustavo & Michaely, Roni (2002). *Dividends, Share Repurchase and the Substitution Hypothesis*. *The Journal of Finance*. Vol.LVII, August
- Grullon, Gustavo & Michaely, Roni (2004). *The Information Content of Share Repurchase Programs*. *The Journal of Finance*. Vol.LIX, April
- Isagawa, Nobuyuki (2002). *Open Market Repurchase Announcements and Stock Price Behavior in Inefficient Markets*. *Financial Management*. Autumn
- Jagannathan, Murali ; Stephens, Clifford P & Wei, Michael S (2000). *Financial Flexibility and The Choice Between Dividends A Repurchases*. *Journal of Financial Economics*
- Jensen, Michael C (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review*.
- Kartik, Navin (2005). *On Cheap Talk and Burned Money*.
- Lee, Yong-Gyo ; Jung, Sung-Chang and Thornton, John H (2004) . *Long*
- Term Stock Performance after Open Market Repurchase in Korea , Working Papers, University of Houston-Victoria
- Liano, Mississippi; Huang, Gow-Cheng ; Manakyan, Herman. (2003). *Market Reaction to Open Market Stock Repurchases and Industry Affiliation*. *Quarterly Journal of Business & Economics*. Vol. 42
- Oddsd, Jacob. (2005). *Why Do Firms Announce Open Market Repurchase Programs?*
- Sartono, Agus (1998). *Manajemen Keuangan, Teori Dan Aplikasi*. BPFE, Yogyakarta
- Stehle, Richard (2005). *Short Performance around Share Repurchase Announcements in German*.

Sampoerna. Perusahaan ini melakukan *stock repurchase* dua kali yaitu tanggal 17 Oktober 2001 sebanyak 140 juta lembar saham dibeli kembali oleh HM. Sampoerna kemudian tanggal 27 September 2004 sebanyak 117 juta lembar saham. Harga saham dan *abnormal return* beberapa hari sebelum dilakukan *stock repurchase* dan setelah dilakukan *stock repurchase* sebagai berikut : (Tabel 1)

Untuk tanggal 17 Oktober 2001, lima hari sebelum dan setelah *stock repurchase abnormal return*nya 0 %. Sementara tanggal 27 September 2004, *abnormal return* 5 hari sebelum dan setelah *stock repurchase* juga 0 %. Hal ini menunjukkan dalam jangka pendek (rentang waktu 5 hari) *stock repurchase* tidak memberikan signal apa-apa kepada investor. Perusahaan melakukan *stock repurchase* atau tidak, tidak akan berdampak pada *abnormal return* yang akan diterima investor dalam jangka pendek (rentang waktu 5 hari). (Tabel 2)

Sementara tanggal 17 Oktober 2001, *abnormal return* 11 hari sebelum *stock repurchase* -0.0513% dan 11 hari setelah dilakukannya *stock repurchase*, *abnormal return*nya 3.3%. Hal ini menunjukkan, bahwa *stock repurchase* memberikan signal yang positif bagi investor. Tetapi tanggal 27 September 2004, *abnormal return* 11 hari sebelum *stock repurchase* 0.6813% dan 11 hari setelah dilakukannya *stock repurchase*, *abnormal return*nya -0.4625%. Hal ini menunjukkan kondisi yang sebaliknya, yaitu memberikan signal yang negatif bagi investor.

Sementara untuk jangka panjang, *abnormal return* dari kedua *stock repurchase* sebagai berikut : (Tabel 3)

Dari data di atas, untuk *stock repurchase* yang dilakukan tanggal 17 Oktober 2001, dalam jangka panjang (Oktober 2001 – Juli 2006) ternyata memberikan *abnormal return* yang negatif (-0.00028). Begitu juga *stock repurchase* yang dilakukan tanggal 27 September 2004, dalam jangka panjang (September 2004 – Juli 2006) memberikan *abnormal return* yang negatif (-1.2708E-06).

Perusahaan HM. Sampoerna lebih sering melakukan *cash dividend* dibandingkan *stock repurchase*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan HM. Sampoerna lebih tertarik untuk mendistribusikan *free cash flow* bagi pemegang saham dalam bentuk

Tabel 1: Data *abnormal return* jangka pendek rentang waktu 5 hari

Date	Closing price	Return	Abnormal return	Date	Closing price	Return	Abnormal return
24-Oct-01	3050	0	0.00316	4-Oct-04	6300	0.00800	-0.00873
23-Oct-01	3050	-0.02400	-0.02084	1-Oct-04	6250	0.02459	0.00786
22-Oct-01	3125	-0.00794	-0.00478	30-Sep-04	6100	0.00826	-0.00847
19-Oct-01	3150	0	0.00316	29-Sep-04	6050	0.00833	-0.00840
18-Oct-01	3150	0.01613	0.01929	28-Sep-04	6000	0.03448	0.01775
		-0.00316	0.00000			0.01673	0.00000
17-Oct-01	3100			27-Sep-04	5800		
16-Oct-01	3125	-0.01575	-0.01421	24-Sep-04	5750	0.01770	0.02272
15-Oct-01	3175	0	0.00154	23-Sep-04	5650	-0.01739	-0.01237
12-Oct-01	3175	0.01600	0.01754	22-Sep-04	5750	-0.02542	-0.02040
11-Oct-01	3125	0	0.00154	21-Sep-04	5900	0.00000	0.00502
10-Oct-01	3125	-0.00794	-0.00640	20-Sep-04	5900	0.00000	0.00502
9-Oct-01	3150			17-Sep-04	5900		
		-0.00154	0.00000			-0.00502	0.00000

Tabel 2 : Data *abnormal return* jangka pendek rentang waktu 11 hari

Date	Closing price	Return	Abnormal Return	Date	Closing price	Return	Abnormal Return
1-Nov-01	3075	0.025000	0.025470	12-Oct-04	5650	-0.025862	-0.023757
31-Oct-01	3000	0.034483	0.034483	11-Oct-04	5800	0.000000	0.000000
30-Oct-01	2900	0.008696	0.008696	8-Oct-04	5800	-0.008547	-0.008547
29-Oct-01	2875	-0.033613	-0.017865	7-Oct-04	5850	-0.040984	-0.058683
26-Oct-01	2975	-0.040323	-0.040323	6-Oct-04	6100	-0.039370	-0.021979
25-Oct-01	3100	0.016393	0.000393	5-Oct-04	6350	0.007937	0.033360
24-Oct-01	3050	0.000000	0.000000	4-Oct-04	6300	0.008000	0.008000
23-Oct-01	3050	-0.024000	-0.016063	1-Oct-04	6250	0.024590	0.024590
22-Oct-01	3125	-0.007937	-0.024066	30-Sep-04	6100	0.008264	0.016668
19-Oct-01	3150	0.000000	0.046154	29-Sep-04	6050	0.008333	0.008333
18-Oct-01	3150	0.016129	0.016129	28-Sep-04	6000	0.034483	0.017389
		-0.000470	0.033008			-0.002105	-0.004625
17-Oct-01	3100			27-Sep-04	5800		
16-Oct-01	3125	-0.015748	-0.015235	24-Sep-04	5750	0.017699	0.010886
15-Oct-01	3175	0.000000	0.000000	23-Sep-04	5650	-0.017391	-0.017391
12-Oct-01	3175	0.016000	0.016513	22-Sep-04	5750	-0.025424	-0.032237
11-Oct-01	3125	0.000000	0.000513	21-Sep-04	5900	0.000000	-0.006813
10-Oct-01	3125	-0.007937	-0.007423	20-Sep-04	5900	0.000000	-0.006813
9-Oct-01	3150	0.016129	0.016642	17-Sep-04	5900	-0.008403	-0.015217
8-Oct-01	3100	-0.046154	-0.045641	16-Sep-04	5950	0.000000	-0.006813
5-Oct-01	3250	0.000000	0.000513	15-Sep-04	5950	0.017094	0.010281
4-Oct-01	3250	0.040000	0.040513	14-Sep-04	5850	0.044643	0.037830
3-Oct-01	3125	0.000000	0.000513	13-Sep-04	5600	0.000000	-0.006813
2-Oct-01	3125	-0.007937	-0.007423	10-Sep-04	5600	0.046729	0.039916
1-Oct-01	3150			9-Sep-04	5350		
		-0.000513	-0.000513			0.006813	0.006813

- a. perkiraan jadwal dan biaya pembelian kembali saham tersebut;
 - b. perkiraan menurunnya pendapatan Emiten atau Perusahaan Publik sebagai akibat pelaksanaan pembelian kembali saham dan dampak atas biaya pembiayaan Emiten atau Perusahaan Publik;
 - c. proforma laba per saham Emiten atau Perusahaan Publik setelah rencana pembelian kembali saham dilaksanakan, dengan mempertimbangkan menurunnya pendapatan;
 - d. pembatasan harga saham untuk pembelian kembali saham;
 - e. pembatasan jangka waktu pembelian kembali saham;
 - f. metoda yang akan digunakan untuk membeli kembali saham;
 - g. pembahasan dan analisis manajemen mengenai pengaruh pembelian kembali saham terhadap kegiatan usaha dan pertumbuhan Emiten atau Perusahaan Publik di masa mendatang; dan
 - h. rencana Emiten atau Perusahaan Publik atas saham yang akan dibeli kembali, apakah akan dijual kembali atau akan mengurangi modal Emiten atau Perusahaan Publik
3. Jika pembelian kembali saham dilakukan melalui Bursa Efek, maka wajib memenuhi ketentuan sebagai berikut:
- a. transaksi beli dilakukan melalui 1 (satu) Anggota Bursa Efek;
 - b. transaksi beli tidak dapat dilakukan pada saat pembukaan atau penutupan perdagangan atau dalam waktu 30 (tiga puluh) menit sesudah pembukaan atau 30 (tiga puluh) menit sebelum penutupan;
 - c. tawaran untuk membeli kembali saham harus lebih rendah atau sama dengan harga perdagangan sebelumnya;
 - d. maksimum pembelian kembali saham pada setiap hari adalah 25% (dua puluh lima perseratus) dari volume perdagangan harian, dengan ketentuan apabila mengakibatkan pecahan satuan perdagangan, maka pembelian tersebut dibulatkan menjadi 1 (satu) satuan perdagangan; dan
 - e. Orang Dalam Emiten atau Perusahaan Publik dilarang melakukan transaksi atas saham Emiten atau Perusahaan Publik tersebut pada hari yang sama dengan pembelian kembali saham yang dilakukan oleh perusahaan melalui Bursa Efek.
4. Selain informasi sebagaimana dimaksud dalam angka 3 peraturan ini, apabila pembelian kembali saham tersebut dilakukan berdasarkan ketentuan Pasal 55 Undang-undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas, informasi yang harus diungkapkan dalam RUPS adalah sebagai berikut:
- a. nama pemegang saham yang sahamnya akan dibeli kembali oleh Emiten atau Perusahaan Publik;
 - b. harga wajar saham yang telah disetujui oleh pemegang saham dan Emiten atau Perusahaan Publik serta tata cara penentuan harga tersebut; dan
 - c. alasan pemegang saham untuk meminta pembelian kembali sahamnya.
5. Saham yang dibeli kembali oleh Emiten atau Perusahaan Publik dapat dijual kembali kepada direktur atau karyawan melalui *Employee Stock Option Plan* atau *Employee Stock Purchase Plan* yang telah disetujui oleh RUPS dengan memperhatikan Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu.
6. Saham yang dibeli kembali oleh Emiten atau Perusahaan Publik dapat dijual kembali di luar bursa pada nilai pasar wajar, tetapi tidak lebih rendah dari harga pembelian kembali saham tersebut, dengan ketentuan bahwa:
- a. nama, kegiatan usaha, dan hubungan afiliasi dari pembeli telah diungkapkan dalam RUPS; dan
 - b. penjualan kembali saham telah memenuhi Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu.
7. Saham yang dibeli kembali dapat dijual kembali melalui Bursa Efek dengan ketentuan sebagai berikut:
- a. transaksi jual wajib dilaksanakan melalui 1 (satu) Anggota Bursa;
 - b. transaksi jual dilarang dilaksanakan dalam jangka waktu 30 (tiga puluh) hari sejak pembelian kembali oleh Emiten atau Perusahaan Publik;
 - c. penjualan dilarang dilaksanakan pada saat pembukaan atau penutupan perdagangan atau dalam waktu 30 (tiga puluh) menit sesudah pembukaan atau 30 (tiga puluh) menit sebelum penutupan;
 - d. penawaran jual harus sama atau lebih tinggi dari harga perdagangan sebelumnya;
 - e. maksimum penjualan kembali saham pada setiap hari adalah 25% (dua puluh lima perseratus) dari volume perdagangan harian, dengan ketentuan apabila mengakibatkan pecahan satuan perdagangan, maka penjualan tersebut dibulatkan menjadi 1 (satu) satuan perdagangan; dan
 - f. Orang Dalam Emiten atau Perusahaan Publik dilarang melakukan transaksi atas saham Emiten atau Perusahaan Publik tersebut pada hari yang sama dengan penjualan kembali saham yang dilakukan oleh Emiten atau Perusahaan Publik melalui Bursa Efek.
8. Jika saham yang dibeli kembali telah dijual pada harga yang lebih rendah, kerugian tersebut wajib diungkapkan secara jelas dalam laporan laba-rugi Emiten atau Perusahaan Publik.
9. Emiten atau Perusahaan Publik yang sahamnya dicatatkan pada Bursa Efek dilarang membeli kembali sahamnya, jika akan mengakibatkan kurangnya jumlah saham pada suatu tingkat tertentu yang mungkin mengurangi secara signifikan likuiditas saham pada pasar atau dipenuhinya persyaratan delisting saham tersebut dari Bursa Efek.

Meskipun ada peraturan yang mengatur tentang *stock repurchase* di Indonesia, ternyata fenomena *stock repurchase* jarang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Hal ini bisa terlihat sejak tahun 1994 sampai 2005 hanya ada satu perusahaan yang pernah melakukan *stock repurchase* yaitu perusahaan HM.

Menurut Sartono (1998) dan Atmaja (1999) keuntungan dan kerugiannya sebagai berikut :

1. Keuntungan *stock repurchase* bagi pemegang saham.

- *Stock repurchase* dipandang sebagai tanda positif bagi investor karena pada umumnya *stock repurchase* dilakukan jika perusahaan merasa bahwa saham *undervalued*.
- *Stock repurchase* mengurangi jumlah saham yang beredar di pasar. Setelah *stock repurchase* ada kemungkinan harga saham naik, pemegang saham memiliki pilihan untuk menjual saham mereka atau tidak. Di lain pihak investor yang memerlukan uang kas dapat menjual saham mereka sedangkan yang tidak memerlukan uang kas dapat menahan sahamnya dengan harapan *capital gain* yang diperoleh di masa mendatang akan lebih besar.

2. Kerugian *stock repurchase* bagi pemegang saham.

- Perusahaan membeli kembali saham dengan harga yang terlalu tinggi sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.
- Keuntungan *stock repurchase* dalam bentuk *capital gains*, padahal sebagian investor menyukai dividen, tidak semua pemegang saham mengetahui implikasi pembelian kembali saham perusahaan terutama yang yangkut kondisi perusahaan saat ini dan prospeknya di masa datang. Akibatnya tidak semua investor memperoleh manfaat atas pembelian kembali saham perusahaan.
- Beberapa investor memandang bahwa pembelian kembali saham perusahaan merupakan indikasi bahwa perusahaan tidak mempunyai tingkat pertumbuhan yang baik. Jika hal ini benar, maka pembelian kembali saham ini akan berakibat negatif terhadap harga saham.

3. Keuntungan *stock repurchase* bagi perusahaan.

- *Stock repurchase* merupakan alternatif yang baik untuk mendistribusikan pendapatan di atas normal (*extraordinary earning*) kepada pemegang saham.
- Dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacau usaha pengambilan-alihan perusahaan (yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham sebanyak-banyaknya hingga mencapai jumlah saham mayoritas). *Stock repurchase* dapat menggagalkan rencana ini.
- Pembelian kembali saham perusahaan juga merupakan satu cara praktis bagi manajemen untuk melakukan restrukturisasi keuangan perusahaan. Sebagai contoh, sebuah perusahaan mungkin akan menjadi lebih baik apabila menggunakan hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya. Salah satu cara yang dapat ditempuh adalah dengan mengeluarkan obligasi kemudian melakukan pembelian kembali saham perusahaan dengan menggunakan dana yang berasal dari penjualan obligasi (*leverage buyout*), saham yang ditarik kembali dapat dijual lagi ke pasar jika perusahaan membutuhkan dana, tanpa harus mengeluarkan biaya yang lebih mahal jika perusahaan mengeluarkan saham baru lagi (*right issue*).
- 4. Kerugian *stock repurchase* bagi perusahaan.

- Dapat merusak *image* perusahaan karena sebagian investor merasa bahwa *stock repurchase* merupakan indikator bahwa manajemen perusahaan tidak mempunyai proyek-proyek baru yang baik. Namun demikian, jika perusahaan benar-benar tidak memiliki kesempatan investasi yang baik, perusahaan memang sebaiknya mendistribusikan dana kembali kepada pemegang saham dengan cara *stock repurchase*. Tetapi tidak banyak bukti empiris yang mendukung alasan ini.
- Setelah *stock repurchase*, pasar mungkin merasa bahwa resiko perusahaan meningkat sehingga dapat menurunkan harga saham.

- Perusahaan mungkin membayar terlalu tinggi untuk pembelian kembali saham perusahaan, sehingga sangat merugikan pemegang saham yang memilih untuk tidak menjual sahamnya.
- Jika saham saat ini tidak begitu likuid dan perusahaan melakukan pembelian kembali saham dalam jumlah yang besar, maka harga saham akan cenderung turun setelah pembelian kembali saham ini, perusahaan semestinya akan dikenakan penalty jika ternyata pembelian saham kembali perusahaan dalam jumlah yang besar ini semata-mata dilakukan untuk menghindari pajak atas dividen.
- Dividen merupakan pilihan yang sulit bagi pihak manajemen perusahaan karena pihak manajemen enggan untuk menaikkan tingkat dividen dengan alasan sulit untuk mempertahankan tingkat dividen yang tinggi tersebut. Disamping itu, jika dividen naik terlalu tinggi dikhawatirkan di masa mendatang (khususnya di masa sulit atau banyak membutuhkan dana untuk investasi) perusahaan terpaksa memotong pembayaran dividen. Hal ini malah akan memberikan signal negatif, dimana perusahaan dipandang investor sedang mengalami kesulitan keuangan.

KONDISI DI INDONESIA

Di Indonesia jika perusahaan akan melakukan *stock repurchase* diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam No 45/PM/1998 yangkut hal-hal di bawah ini :

1. RUPS dilarang mendelagasikan kewenangan untuk membeli kembali saham kepada direksi atau komisaris dalam jangka waktu lebih dari 18 (delapan belas) bulan.
2. Emiten atau Perusahaan Publik wajib mengungkapkan rencana pembelian kembali saham kepada seluruh pemegang saham sekurang-kurangnya 28 (dua puluh delapan) hari sebelum RUPS. Rencana pembelian kembali saham wajib memuat informasi sebagai berikut:

Begitu juga dengan pendapat Allen et. Al (2000) menyatakan bahwa antara *stock repurchase* dan pembayaran dividen, tidak dapat saling menggantikan. Pembayaran dividen lebih menarik investor institusional. Investor jenis ini mempunyai kemampuan lebih bagus dalam mendapatkan informasi dan melakukan pengawasan terhadap perusahaan-perusahaan tempat dananya diinvestasikan. Karena mempunyai kemampuan untuk mendapatkan informasi yang lebih baik dibandingkan investor lain, institutional investor ini dapat benar-benar menilai apakah sebuah perusahaan memiliki prospek yang bagus atau kurang bagus.

Biasanya perusahaan yang mempunyai prospek bagus dalam jangka panjang, akan membayarkan dividen yang lebih tinggi. Sementara untuk *stock repurchase*, sering kali tidak diketahui dengan pasti apakah perusahaan yang melakukan *stock repurchase* ini perusahaan yang mempunyai prospek bagus atau kurang bagus dalam jangka panjangnya. Hal ini dapat disimpulkan antara dividen dan *stock repurchase* tidak bisa memberikan signal yang sama dan dianggap tidak bisa saling menggantikan.

Pemilihan apakah perusahaan akan meningkatkan dividen atau melakukan *stock repurchase* sebagai alternatif untuk menyalurkan pendapatannya kepada pemegang saham mempertimbangkan hal-hal berikutini (Jagannathan, Stephens & Wei, 1999) :

- Jika kelebihan *free cash flow* hanya bersifat sementara, tidak permanent, mengingat *signaling hypothesis*, bahwa investor tidak menyukai adanya pemotongan dividen karena dipandang sebagai prospek yang jelek di mata investor, maka akan lebih baik bagi perusahaan mendistribusikan kelebihan *free cash flow* ini dalam bentuk pembelian kembali saham, daripada pembayaran dividen.
- Jika *operating cash flow* lebih besar dari *non operating cash flow* (cash flow dari aktivitas pendanan dan investasi) maka perusahaan lebih baik meningkatkan pembayaran dividennya karena dipandang perusahaan mampu menghasilkan profit yang lebih stabil dalam jangka panjang.

- Jika kebalikannya, *non operating cash flow* lebih besar daripada *operating cash flow*nya, maka perusahaan sebaiknya mendistribusikan kelebihan *free cash flow* dalam bentuk pembelian kembali saham yang beredar.
- Untuk mendapatkan keuntungan dari pembayaran pajak, investor lebih suka mendapatkan *capital gain*, karena bisa menunda pembayaran pajak sampai benar-benar keuntungan tersebut diterima oleh investor. Sedangkan pajak dari pembayaran dividen, harus selalu dibayarkan oleh investor tiap kali menerima dividen (biasanya tiap tahun). *Capital gain* ini ditemukan dalam transaksi *stock repurchase*, sehingga untuk penghematan pajak, investor lebih suka jika perusahaan melakukan pembelian kembali sahamnya.

Costless and Costly Signaling

Perusahaan dalam mengumumkan *stock repurchase*, kadang-kadang memang betul-betul melakukan pembelian saham tapi ada juga yang tidak menindaklanjuti dengan alasan tertentu. *Costless signaling* merupakan perusahaan yang mengumumkan akan melakukan *stock repurchase* tetapi tidak melakukannya. Ada beberapa alasan mengapa perusahaan melakukan hal tersebut, antara lain untuk menarik investor agar mau menanamkan dananya pada perusahaan dengan menyembunyikan nilai asli (*true value*) dari perusahaan tersebut, dan biasanya jika ada pengumuman *stock repurchase* maka harga saham akan meningkat.

Liano, Huang & Manakyan (2003) memberikan bukti bahwa dalam jangka pendek setelah adanya pengumuman *stock repurchase*, harga saham naik sehingga investor dapat memperoleh *abnormal return* sampai 3%. Hal ini terbukti sebagai efek dari pengumuman adanya *stock repurchase*. Tetapi setelah dilakukannya *stock repurchase*, harga saham perusahaan-perusahaan tersebut dalam jangka panjang tidak mengalami kenaikan yang berarti. Hal ini pula yang mendorong beberapa perusahaan hanya melakukan pengumuman akan melakukan *stock repurchase* tapi tidak benar-

benar menindaklanjutinya sesuai dengan *costless signaling*.

Costly signaling merupakan perusahaan yang mengumumkan akan melakukan *stock repurchase* tapi benar-benar melakukan pembelian kembali sahamnya. Hal ini terkait dengan moral perusahaan, bahwa perusahaan mempunyai kewajiban dan komitmen, apa yang sudah diumumkan yaitu akan melakukan *stock repurchase* harus dipenuhi. Tetapi ada beberapa penelitian yang menyelidiki dampak performance perusahaan terhadap *costly signaling* ini.

Menurut Born, Giaccotto & Ritsators (2004), yang melakukan penelitian di Amerika dengan sample 49 perusahaan asuransi yang diambil dari *New York Stock Exchange* dari 1 Januari 1981 sampai 31 Januari 1997, perusahaan yang mengumumkan akan melakukan *stock repurchase* dan benar-benar melakukannya sesuai dengan *costly signaling*, menyebabkan pemegang saham akan mendapatkan *abnormal return* dan *capital gain* yang cukup besar dengan adanya program ini. Hal ini didukung oleh Isagawa (2003), bahwa dalam jangka panjang, perusahaan yang melakukan *stock repurchase* akan mengakibatkan harga saham naik, sehingga akan menaikkan *return* bagi pemegang saham.

Eberhart, Maxwell dan Siddique (2004) memberikan bukti yang agak lain. Perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan investasi yang cukup besar untuk *Research & Developmentnya* (R & D), termasuk melakukan riset sebelum perusahaan benar-benar melakukan *stock repurchase*, kapan waktu yang tepat untuk melakukan *stock repurchase* ini. Dalam jangka panjang (periode 5 tahun) setelah adanya *stock repurchase*, diketahui bahwa perusahaan mengalami peningkatan laba operasional yang signifikan. Di samping itu, harga saham juga cenderung mengalami kenaikan sehingga memberikan keuntungan yang cukup besar bagi investor.

Keuntungan dan Kerugian Stock Repurchase

Secara garis besar ada beberapa keuntungan dan kerugian yang diderita baik oleh perusahaan maupun investor akibat dari pembelian saham kembali.

indikasi bahwa saham dinilai terlalu rendah atau *undervalued*.

Dengan adanya pengumuman *stock repurchase* ini, juga memberikan signal bahwa perusahaan memiliki *free cash flow* yang berlebih atau tingkat profitabilitas perusahaan sedang dalam kondisi yang bagus. Hal ini membuat investor menilai perusahaan mempunyai prospek yang bagus di masa yang akan datang sehingga akibat dari adanya pengumuman ini, maka harga saham akan meningkat dan diharapkan akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. (Bhattacharya, 1979 ; Miller & Rock, 1985 ; Vermaelen, 1981).

Tetapi adanya pengumuman *stock repurchase* ini, dapat dimanfaatkan oleh manajer perusahaan untuk mendapatkan keuntungan demi kepentingan pribadinya sesuai dengan *management opportunism theory*. Sebagai pihak internal perusahaan, manajer memiliki informasi lebih dulu yang tidak diketahui oleh publik yang biasanya disebut *asymmetric information*. Informasi akan dilakukannya *stock repurchase* ini, bisa dimanfaatkan manajer dengan cara (Fried, 2005) :

- a. Membeli saham pada saat pengumuman *stock repurchase*

Menurut *signaling theory*, perusahaan akan melakukan *stock repurchase* karena saham yang beredar *undervalued*. Sebelum diumumkan bahwa perusahaan akan melakukan *stock repurchase*, manajer sudah mempunyai informasi ini, maka manajer membeli saham perusahaan dengan harga yang relatif murah, sebab saham perusahaan *undervalued*. Setelah adanya pengumuman *stock repurchase*, yang dipandang sebagai signal yang bagus oleh investor (adanya kelebihan *free cash flow* dan tingkat profitabilitas perusahaan bagus) maka biasanya harga saham akan mengalami peningkatan, sehingga manajer dapat menjual saham yang dibeli tadi untuk mendapatkan *capital gain*.

- b. Menjual saham pada saat pengumuman *stock repurchase*

Jika manajer sudah memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang cukup banyak, maka manajer akan mengumumkan *stock repurchase* untuk kepentingan pribadinya sebagai upaya mendongkrak harga saham. Setelah harga saham mengalami peningkatan, manajer menjual

saham yang dimilikinya sehingga diharapkan manajer akan mendapatkan keuntungan yang cukup besar.

Free Cash Flow Hypothesis

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang berlebih, biasanya menginvestasikan dana yang dimilikinya dalam sejumlah proyek. Menurut Jensen (1986), manajer untuk menunjukkan kekuasaannya biasanya dengan mengalokasikan dananya ke beberapa proyek. Dengan ketersediaan dana yang sangat banyak, manajer bebas untuk menggunakan dananya bagi proyek-proyek yang ada. Ditakutkan proyek yang diambil, adalah beberapa proyek yang tidak menguntungkan. Jika terjadi kerugian, akan mempengaruhi *profit* yang didapatkan perusahaan, dan secara tidak langsung akan mengurangi *earning* bagi pemegang saham.

Biasanya kalau perusahaan menderita kerugian, porsi dana untuk dividen yang akan dibagikan untuk pemegang saham akan semakin berkurang, bahkan jika kerugian itu sangat besar, bisa jadi perusahaan tidak akan membagikan dividen, yang secara tidak langsung membuat pemegang saham menanggung kerugiannya. Hal ini akan semakin memicu *agency conflict* dalam perusahaan. Untuk menghindari tindakan manajer menggunakan dana yang tersedia untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan, maka perusahaan menggunakan alternatif menggunakan dana tersebut, untuk membeli kembali saham yang beredar sehingga resiko untuk menggunakan *free cash flow* yang ada untuk investasi dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan bisa ditekan. Hal ini juga mengurangi biaya untuk mengontrol tindakan manajemen (*agency cost*) sehingga pengeluaran tambahan bagi perusahaan dapat lebih dikurangi.

Substitution Hypothesis

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Selain pemberian dividen berupa uang tunai (*cash dividend*), perusahaan dapat mendistribusikan pendapatannya kepada pemegang saham dengan cara membeli kembali saham perusahaan (*stock repurchase*). Ada beberapa

pendapat, bahwa sebenarnya antara peningkatan pembayaran dividen dengan *stock repurchase* merupakan hal yang bisa saling mengantikan (*substitution hypothesis*).

Modigliani & Miller (1961) menyimpulkan bahwa antara *stock repurchase* dan pembayaran dividen bisa saling mengantikan karena menurut teori "Dividen tidak relevan", nilai suatu perusahaan yang diukur dengan harga saham, tidak tergantung dari berapa besarnya dividen yang dibagikan tapi tergantung dari EBIT perusahaan. Oleh sebab itu, pembayaran dividen dapat digantikan dengan pembelian *stock repurchase* karena tidak mempengaruhi nilai perusahaan (harga sahamnya).

Agency conflict dari Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) juga menyatakan bahwa baik pembayaran dividen maupun *stock repurchase* dapat digunakan untuk mengontrol tindakan manajer. Tindakan manajer ini biasanya menggunakan kelebihan *free cash flow* dalam proyek-proyek yang kurang menguntungkan, sehingga secara tidak langsung akan merugikan pemegang saham. Jadi sifat dividen dan *stock repurchase* di sini bisa saling mengantikan (*substitution hypothesis*).

Tetapi ada beberapa pendapat, yang tidak setuju dengan *substitution hypothesis* ini. Seperti John & Williams (1985), Bernheim (1991), Allen, Bernardo dan Welch (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang membayarkan dividen terutama meningkatkan pembayaran dividen menunjukkan kualitasnya, sedangkan *stock repurchase* tidak menunjukkan signal tersebut.

Lebih lanjut menurut Jagannathan, Stephens dan Weisbach (2000), perusahaan yang membayarkan dividen mempunyai *earning* yang lebih stabil dibandingkan perusahaan yang melakukan *stock repurchase*. Peningkatan pembayaran dividen dilakukan perusahaan karena mempunyai *earning* yang bagus secara permanen sedangkan *stock repurchase* dilakukan hanya pada perusahaan yang memiliki *earning* bagus tapi bersifat *temporary*. Hal ini bisa disimpulkan bahwa antara dividen dan *stock repurchase* tidak dapat saling mengantikan.

Stock Repurchase: Alternatif Pendistribusian Free Cash Flow Perusahaan?

Rina Adi Kristianti

Abstract

Stock repurchase merupakan salah satu upaya perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan *free cash flow* yang dimiliki disamping pembayaran dividen. Ada banyak hal yang perlu diperhatikan oleh perusahaan sebelum melakukan program ini, diantaranya memperhatikan keuntungan dan kerugian yang akan ditanggung baik oleh perusahaan maupun pemegang saham.

Keywords: *stock repurchase, free cash flow*

Perusahaan dalam menjalankan usahanya selalu membutuhkan modal yang dapat diperoleh baik dari dalam perusahaan (modal internal) maupun dari luar perusahaan (modal eksternal). Modal internal biasanya berasal dari laba ditahan dan depresiasi sementara modal eksternal berasal dari hutang dan penerbitan saham. Modal yang diperoleh dari penerbitan saham, membuat perusahaan harus memberikan dividen sebagai pendapatan untuk investor. Di samping itu, dengan memiliki saham suatu perusahaan, investor mendapatkan keuntungan lain berupa *capital gain*, yaitu selisih harga jual dengan harga belinya.

Saham perusahaan bisa dibedakan antara saham biasa (*common stock*) dan saham preferen (*preferred stock*). Saham biasa (*common stock*) biasa disebut "saham" merupakan surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan (Robert Ang,

1997). Sedangkan saham preferen (*preferred stock*) merupakan suatu saham yang memiliki pendapatan tetap dalam bentuk dividen, dan memiliki keistimewaan dibandingkan dengan saham biasa (*common stock*).

Beberapa keistimewaan yang dimiliki oleh saham preferen antara lain, untuk pembagian dividen selalu diprioritaskan. Dalam kondisi perusahaan mengalami kerugian, perusahaan tidak membagikan dividen untuk saham biasa, tetapi bagi saham preferen, dividen tetap diperhitungkan dan pembayarannya diakumulasikan pada tahun berikutnya. Pemegang saham juga mendapatkan prioritas hak atas harta. Jika terjadi likuidasi perusahaan, saham preferen mendapat prioritas utama untuk dibayar oleh perusahaan dibandingkan dengan saham biasa.

Kadang-kadang dalam kondisi tertentu, perusahaan membeli kembali saham yang sudah beredar atau biasa dikenal dengan istilah *stock repurchase*. Pembelian kembali saham perusahaan ini bisa dilakukan dengan tiga cara (Sartono, 1994), yaitu :

1. *Tender offer* yaitu perusahaan melakukan penawaran formal kepada pemegang saham untuk membeli

sejumlah sahamnya pada tingkat harga tertentu. Harga yang ditawarkan biasanya sedikit di atas harga pasar, kemudian pemegang saham yang setuju dengan penawaran harga yang diberikan perusahaan, mengumpulkan sahamnya untuk dibeli perusahaan.

2. Perusahaan membeli sejumlah sahamnya dari satu atau beberapa pemegang saham besar (*major stockholder*). Pendekatan ini disebut "*negotiated basis*".
3. *Open market repurchase* yaitu membeli langsung di pasar modal dalam hal ini peran pialang atau broker akan sangat membantu. Sebagai imbalannya, perusahaan memberikan fee sebesar presentase tertentu. Sebelum perusahaan melakukan pembelian saham, biasanya perusahaan memberikan informasi terlebih dulu (pengumuman) kepada pemegang saham mengenai tujuan dan alasan dilakukannya *stock repurchase*.

Artikel ini mencoba memaparkan teori-teori tentang *stock repurchase* dari perspektif yang berbeda, kerugian dan keuntungannya baik bagi perusahaan maupun pemegang saham serta mencoba mengungkapkan fenomena *stock repurchase* pada perusahaan-perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta.

Signaling Hypothesis dan Management Opportunism Theory

Adanya pengumuman sebelum dilakukannya *stock repurchase*, akan memberikan dampak bagi para investor, pihak perusahaan dan pihak manajemen. Menurut *signaling hypothesis*, pembelian kembali saham perusahaan sebagai

Rina Adi Kristianti,
Mengambil Program S3 Manajemen
Keuangan Universitas Indonesia
