

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Stock Repurchase

2.1.1 Pengertian Stock Repurchase

Stock 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 para pemegang saham.

Stock repurchase ini merupakan salah satu cara yang dilakukan perusahaan untuk mendistribusikan *cashflow* yang dimiliki perusahaan kepada para pemegang sahamnya selain dalam bentuk dividen. Pada saat membeli kembali sahamnya, biasanya perusahaan akan membelinya pada harga di atas harga pasar.¹ Kelebihan atas harga pasar inilah yang menjadi keuntungan bagi para pemegang saham yang biasa dikenal dengan istilah *capital gain*.

2.1.2 Alasan Perusahaan Melakukan Stock Repurchase

Wansley, Lane, dan Sarkar (1989) menjelaskan mengenai alasan-alasan yang mungkin digunakan oleh suatu perusahaan ketika melakukan *stock repurchase* dan mengelompokkannya ke dalam enam hipotesis berikut, yaitu:

a. *Dividend substitution hypothesis.*

Karena pajak yang dikenakan untuk *stock repurchase* (pajak *capital gain*) lebih rendah daripada pajak yang dikenakan untuk dividen maka *stock repurchase* menjadi alternatif yang lebih baik dibandingkan dengan dividen dalam mendistribusikan *cashflow* kepada para pemegang saham.

Grullon dan Michaely (2002) menemukan adanya *substitution effect* antara dividen dengan *stock repurchase*, bahwa suatu perusahaan yang biasa membayar dividen, tidak mengurangi jumlah dividennya dan menggantinya dengan *stock repurchase*. Mereka justru menemukan bahwa

¹ Bila menggunakan *tender offer method*.

perusahaan yang membayar dividen dengan jumlah yang besar lebih memilih untuk melakukan *stock repurchase* daripada menaikkan jumlah dividen yang dibayarkan.

Adanya *tax benefit* dari *stock repurchase* dibandingkan dengan pembayaran dividen juga dikemukakan Black, 1976; Barclay dan Smith, 1988; dan Stephens, 2001.

b. *Leverage hypothesis.*

Kegiatan *stock repurchase* dapat meningkatkan *financial leverage*. Pada saat perusahaan membagi kelebihan jumlah kapitalnya, dalam hal ini melakukan *stock repurchase*, maka nilai ekuitas perusahaan akan menurun, sehingga *debt ratio* perusahaan akan meningkat. Peningkatan *debt ratio* ini berarti pula meningkatnya *leverage* perusahaan. Perusahaan akan lebih suka untuk melakukan *stock repurchase* jika rasio *leverage*-nya di bawah angka yang ditargetkan untuk mencapai struktur modal yang optimal.

c. *Reissue hypothesis.*

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

Jolls (1998) dan Weisbenner (1998) menyebutkan bahwa sebagian besar pertumbuhan *stock repurchase* yang terjadi adalah sebagai akibat dari meningkatnya penggunaan *stock option* sebagai insentif yang diberikan kepada manajer perusahaan.

d. *Investment hypothesis.*

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

e. *Information signalling hypothesis.*

Kebanyakan perusahaan melakukan *stock repurchase* adalah untuk memberikan informasi atau sinyal positif kepada para pemegang saham mengenai kondisi perusahaan.

Smith (1990) menyebutkan bahwa *stock repurchase* adalah suatu cara bagi perusahaan untuk memberikan sinyal kepada para pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kesempatan untuk mendapatkan pendapatan yang lebih besar pada masa yang akan datang. Asquith dan Mullin (1986) juga menyebutkan bahwa *stock repurchase* merupakan suatu sinyal yang diberikan perusahaan bahwa sahamnya memiliki nilai intrinsik yang lebih besar dari pada harga pasarnya, sehingga perusahaan mau untuk membeli kembali sahamnya dengan harga premium atau di atas harga pasar.

f. *Wealth transfer hypothesis.*

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

Selain keenam alasan di atas, ada satu alasan lain perusahaan melakukan *stock repurchase* yaitu sebagai bentuk pertahanan dalam menghadapi ancaman *takeover* oleh perusahaan lain seperti yang dikemukakan oleh Dennis (1990).

Jagannathan dan Stephens (2003) menambahkan bahwa alasan yang dimiliki perusahaan untuk membeli kembali sahamnya berbeda, tergantung dari jumlah frekuensi pembelian kembali saham tersebut serta karakteristik perusahaan yang bersangkutan.

Untuk perusahaan yang melakukan *stock repurchase* secara regular, biasanya memiliki pendapatan operasi yang besar dan stabil, dan memiliki *dividend payout ratio* yang lebih tinggi. Perusahaan ini menjadikan *stock repurchase* sebagai sebuah pengganti adanya kenaikan dividen perusahaan. Sedangkan untuk perusahaan yang jarang melakukan *stock repurchase*, biasanya dimotivasi karena saham perusahaannya yang dinilai *undervalued*. Perusahaan jenis ini merupakan jenis perusahaan yang lebih kecil dengan tingkat terjadinya *asymmetric information* yang lebih tinggi. Selain itu ditandai juga oleh pendapatan operasi perusahaan yang belum stabil, dan *market-to-book ratio* yang lebih rendah sehingga kemungkinan untuk saham tersebut *undervalued* akan semakin besar.

Stephens dan Weisbach (1998) juga memaparkan beberapa alasan yang menentukan kapan suatu perusahaan melakukan *stock repurchase*. Mereka membaginya kedalam dua alasan. Pertama, *Asymmetric Information* atau "*Undervalued*" *Equity Hypothesis*, yang mengatakan bahwa perusahaan akan melakukan *stock repurchase* ketika perusahaan merasa bahwa sahamnya mengalami *undervalued*. Kedua adalah pertimbangan *cashflow* perusahaan. Alasan tersebut berhubungan dengan *payout policy* perusahaan bahwa jumlah payout akan bervariasi menyesuaikan *cashflow* yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan akan melakukan *stock repurchase* sebagai cara untuk menyesuaikan besarnya *cashflow* perusahaan. Hal ini dilakukan karena perusahaan tidak yakin bahwa peningkatan *cashflow* akan bersifat permanen, sehingga kelebihan *cashflow* yang dimiliki digunakan perusahaan untuk membeli sahamnya kembali sebagai suatu cara lain untuk mendistribusikan *value* kepada *stockholder*.

2.1.3 Metode *Stock Repurchase*

Beberapa metode dapat menjadi pilihan suatu perusahaan dalam melakukan *stock repurchase*. Beberapa diantaranya adalah:

a. *Tender Offer*

Dengan metode *tender offer* perusahaan mengumumkan kepada seluruh pemegang saham bahwa perusahaan akan membeli kembali beberapa lembar sahamnya pada harga dan periode tertentu yang telah ditetapkan. Harga yang ditawarkan perusahaan biasanya adalah harga di atas harga pasar. Setiap pemegang saham akan memperkirakan sendiri apakah harga yang ditawarkan akan lebih besar ataupun lebih kecil bila dibandingkan dengan harga saham tersebut setelah masa penawaran berakhir, sehingga setiap pemegang saham dapat memutuskan apakah bersedia untuk menjual sahamnya atau tidak. *Stock repurchase* dengan cara ini dapat meningkatkan harga saham.

Wansley, Lane, dan Sarkar (1989) menjelaskan mengenai beberapa faktor yang mungkin mempengaruhi jumlah premium yang dibayarkan oleh perusahaan pada metode *tender offer*. Diantaranya adalah:

1. *Dividend substitution hypothesis*.

Jumlah premium yang dibayarkan harus mencerminkan keuntungan pajak yang diperoleh karena adanya tingkat pajak efektif yang lebih rendah.

2. *Leverage hypothesis*.

Premium harus mencerminkan nilai keuntungan yang didapat dari meningkatnya *leverage* perusahaan seperti *tax shield*, dan *wealth transfer* dari *bondholder* kepada *stockholder*.

3. *Price pressure hypothesis.*

Semakin besar jumlah saham yang dibeli kembali, semakin besar jumlah premium yang dibayarkan. Dan juga, jika saham yang dibeli tidak begitu banyak namun terkonsentrasi pada beberapa institusi atau individu, premium yang lebih tinggi sangat dibutuhkan.

4. *Anti-takeover hypothesis.*

Stock repurchase yang dilakukan sebagai suatu cara untuk menghindari ancaman *take over* akan menyebabkan *leverage* perusahaan yang dibidik mengalami peningkatan dan akan mengurangi likuiditas dari sahamnya yang tersedia untuk perusahaan lain yang berencana untuk mengambil alih. Premium harus lebih tinggi untuk *stock repurchase* dengan tujuan tersebut, ketika perusahaan yang dibidik harus bersaing dengan perusahaan yang berencana mengambil alih, dalam memperebutkan saham perusahaan.

5. *Information signalling hypothesis.*

Semakin besar perbedaan yang timbul antara harga pasar dengan harga yang diperkirakan manajer, semakin besar pula premium yang dibayarkan.

b. *Open-market Repurchase*

Dalam metode ini, perusahaan membeli kembali saham perusahaannya dengan jumlah yang relatif lebih kecil. Pembelian kembali dilakukan melalui broker dengan pembayaran komisi pada tingkat normal dan pembelian pada harga pasar (tidak ada premium yang dibayarkan).

Tidak seperti metode *stock repurchase* lainnya, *Dutch auctions* atau *fixed-price tender offer*, *open market repurchase* ini tidak mengikat suatu perusahaan untuk benar-benar membeli kembali sahamnya sebanyak jumlah yang mereka umumkan sebelumnya. Stephen dan Weisbach (1998) dan

Jagannathan, Stephens, dan Weisbach (2000) menyatakan bahwa pembelian kembali yang benar-benar dilakukan hanya sebesar 70-80% dari jumlah yang diumumkan.

Open-market repurchase ini memberikan fleksibilitas kepada perusahaan untuk membeli kembali sahamnya lebih sedikit dibandingkan dengan yang direncanakan jika sahamnya menjadi lebih mahal ataupun membeli lebih banyak jika harga sahamnya tetap atau lebih murah.

c. *Dutch Auction*

Pada pembelian kembali saham perusahaan menggunakan metode *Dutch auction*, perusahaan menyebutkan *range* harga saham yang ditawarkan dimana para pemegang saham akan memilih satu harga yang mereka tetapkan untuk menjual saham yang mereka miliki kepada perusahaan. Pada masa batas akhir penawaran, perusahaan akan membeli sahamnya berdasarkan harga penawaran terbaik.

d. *Transferable Put Rights (TPRs)*

Dengan metode ini, perusahaan yang berencana akan membeli sahamnya sebesar α dari sahamnya yang beredar, memberikan setiap pemegang sahamnya satu TPR untuk setiap $1/\alpha$ jumlah saham yang dimiliki. Satu TPR memberi hak kepada para pemegang sahamnya untuk menjual kembali satu lembar saham yang dimilikinya kepada perusahaan penerbit pada harga yang telah ditentukan sebelumnya. Pemegang saham yang menolak menjual sahamnya dapat menjual TPR yang dimilikinya kepada pemegang saham lainnya yang berkeinginan untuk menjual sahamnya lebih dari jumlah yang dialokasikan perusahaan kepada dirinya. Di Amerika, TPR ini diperdagangkan di NYSE (*New York Stock Exchange*) selama periode akhir (*expiration period*).

e. *Private Repurchase*

Private repurchase memerlukan perusahaan untuk membeli saham dari seorang pemegang saham (biasanya yang memiliki jumlah saham yang cukup besar) dengan cara negosiasi langsung. Dilihat dari jaranganya perusahaan mengumumkan *stock repurchase* menggunakan metode ini, *private repurchase* dianggap kurang signifikan pengaruhnya terhadap harga saham perusahaan dibandingkan *open-market* dan *tender offer repurchase*.

Comment dan Jarrel (1991) membandingkan antara ketiga metode *stock repurchase* yaitu *tender offer*, *Dutch auction repurchases*, dan *open-market repurchases*. Mereka menemukan bahwa *tender offer* adalah metode yang jumlah saham yang dibeli kembali oleh perusahaan paling besar dan memiliki reaksi perubahan harga saham yang paling besar pula. Sedangkan untuk *open market repurchase* memiliki nilai yang paling kecil dalam jumlah saham yang akan dibeli kembali serta reaksi harga saham terhadapnya. Yang secara tidak langsung mereka mengatakan bahwa *tender offer* memberikan informasi lebih banyak kepada investor dibandingkan *open-market stock repurchase*.

2.1.4 Kelebihan *Stock Repurchase* Dibandingkan dengan Dividen

Woods dan Brigham (1966) menyebutkan beberapa kelebihan *stock repurchase* dibandingkan dengan dividen baik dari sudut pandang para pemegang saham ataupun dari sudut pandang perusahaan yang melakukannya. Berikut adalah penjelasannya:

Dari Sudut Pandang Pemegang Saham

a. Pajak pendapatan (*Income tax*)²

Pajak yang dikenakan kepada investor terhadap dividen yang diterima adalah sebesar *personal income tax rate*, sedangkan pajak yang dikenakan

² Sebagai tambahan informasi di Amerika, pada tahun 2003 telah keluar peraturan *The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003* yang meng-*aligns* pajak *capital gain* dan *dividen income* maksimum 15%. Adanya peraturan ini tentu saja merubah pandangan *stockholder* mengenai *stock repurchase* dan dividen dari sudut pandang pajak yang dikenakan.

atas keuntungan dari *stock repurchase* adalah pajak *capital gain*. Hal ini menguntungkan bagi para investor karena pajak *personal income tax* biasanya memiliki tingkat yang lebih besar bila dibandingkan dengan pajak *capital gain*.

- b. Dengan *stock repurchase* para pemegang saham dapat memilih untuk menjual sahamnya atau tidak. Dibandingkan dengan dividen, pemegang saham harus menerima dividen tersebut dan membayar pajaknya.

Dari Sudut Pandang Perusahaan

- a. Beberapa studi menunjukkan bahwa dividen bersifat kaku dalam jangka pendek. Perusahaan enggan untuk mengubah kebijakan pembayaran dividennya jika mereka ragu untuk bisa mempertahankan kebijakannya tersebut di masa yang akan datang. Perusahaan lebih memandang serius pada kebijakan untuk meningkatkan pembayaran dividen, namun tidak yakin untuk dapat mempertahankan kebijakan tersebut ke depannya, dibandingkan dengan kebijakan untuk mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan. Sehingga, jika perusahaan merasa bahwa kelebihan kas yang dimilikinya hanya bersifat sementara, perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan kas tersebut untuk *stock repurchase* daripada menaikkan jumlah dividennya yang belum tentu bisa dipertahankan ke depannya.
- b. Saham yang telah dibeli kembali dapat digunakan sebagai saham untuk program *stock option*. Para manajer keuangan berpendapat bahwa akan lebih tepat dan murah jika menggunakan saham yang dibeli kembali dibandingkan bila menerbitkan saham baru untuk program *stock option* tersebut.
- c. Jika kepemilikan saham perusahaan lebih banyak dimiliki oleh para manajer dalam perusahaan, maka mereka akan memilih *stock repurchase* dibandingkan dividen karena keuntungan pajak yang diperoleh.

2.2 Teori yang Mendasari Adanya *Wealth Effect* pada Pemegang Saham

2.2.1 *Information Signalling Hypothesis*

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, dividen dan *stock repurchase* adalah suatu alat yang digunakan perusahaan untuk memberikan informasi kepada pemegang saham (*costly signalling*). Mereka berpendapat bahwa dividen dan *stock repurchase* akan dianggap oleh para pemegang saham sebagai suatu sinyal atas kondisi dan prospek suatu perusahaan.

Jagannathan dan Stephen (2003) menyebutkan bahwa *information signalling hypothesis* memiliki dua bentuk dasar. Pertama, yang biasa disebut dengan “*earnings signalling*” hypothesis. “*Earnings signalling*” hypothesis berpendapat bahwa pengumuman *stock repurchase* memberikan sinyal mengenai adanya penambahan yang tidak terduga atas pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Hipotesis ini adalah bentuk lain dari pendapat yang dikemukakan oleh Miller dan Rock (1985) mengenai *dividend signalling*.

Kedua, *stock repurchase* memberikan sinyal kepada para pemegang saham bahwa saham perusahaan mengalami *undervalued* tanpa diikuti dengan adanya kenaikan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Comment dan Jarrel (1991) menyebutkan bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* ketika nilai sahamnya *undervalued*.

Adanya *information signalling hypothesis* ini adalah sebagai akibat dari pasar yang tidak efisien sehingga muncul *asymmetric information* yang menyebabkan tidak semua informasi perusahaan diketahui oleh pasar secara keseluruhan. Melalui *stock repurchase*, perusahaan yang mengetahui kondisi perusahaan secara keseluruhan memberikan informasi kepada pasar atau para pemegang sahamnya, meyakinkan bahwa sahamnya memiliki nilai intrinsik yang lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasarnya.

Berdasarkan *information signalling hypothesis*, maka harga saham akan bergerak sesuai dengan sinyal yang diberikan perusahaan, yang biasanya dinilai positif oleh pasar. Vermaelen (1981) melakukan penelitian mengenai *stock repurchase* dengan cara *tender offer* dan melihat pengaruhnya terhadap harga saham.

Yang didapat adalah harga saham yang meningkat disebabkan adanya *information effect* atau sinyal yang diberikan perusahaan. Dia berpendapat bahwa *stock repurchase* meyakinkan investor bahwa nilai saham *undervalued*. Besarnya keuntungan yang diterima investor secara positif berhubungan dengan nilai premium yang dibayarkan, persentase jumlah saham yang beredar yang dibeli kembali, dan persentase kepemilikan saham perusahaan oleh orang dalam (*insiders*). Ketiga faktor ini harus berhubungan positif dengan pandangan pasar mengenai seberapa kuat perusahaan dapat meyakinkan mereka bahwa saham perusahaan *undervalued*.

Comment dan Jarrel (1991) mengadakan penelitian mengenai *return* saham pada *stock repurchase* dengan tiga metode yang berbeda, yaitu *Dutch auction*, *open market repurchase* dan *Fixed-Price self tender offer*. Ketiganya menghasilkan *excess return* yang positif dari saham pada saat pengumuman dengan persentase 11% untuk *Fixed-Price self tender offer*, 8% untuk *Dutch auction* dan 2% untuk *open market repurchase*.

2.2.2 Free Cashflow Theory

Berdasarkan *free cashflow theory* ini, reaksi pasar pada saat pengumuman *stock repurchase* berhubungan dengan ketersediaan *excess cashflow* yang dimiliki perusahaan yang digunakan untuk membiayai semua proyek perusahaan dengan nilai NPV positif. Kelebihan *cashflow* ini akan menimbulkan konflik kepentingan antara pihak perusahaan (manajemen) dengan pemegang saham (Jensen, 1986). Para pemegang saham (investor) akan lebih memilih agar setiap *free cashflow* perusahaan dibagikan baik dalam bentuk *special dividend* atau dalam bentuk *stock repurchase*, tetapi perusahaan memiliki dorongan menggunakan *free cash flow* tersebut untuk meningkatkan pendapatan perusahaan yang mungkin dilakukan dengan cara menerima proyek meskipun NPV dari proyek tersebut bernilai negatif.

Ketika perusahaan merasa bahwa mereka telah *over-invested*, mereka akan meningkatkan *value* perusahaan dengan cara menjual kembali proyek mereka yang nilai NPVnya negatif dan membagikan uang hasil penjualannya kepada pemegang saham. Secara bertahap, perusahaan akan belajar dan mulai menggunakan *free cash*

flow yang mereka miliki untuk membeli sahamnya kembali. *Free cashflow theory* menyatakan secara tidak langsung bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman *stock repurchase* berhubungan dengan reputasi investasi perusahaan—reaksi pasar akan lebih besar pada perusahaan yang *over-invested* daripada perusahaan yang secara konsisten memiliki tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menerima proyek yang nilai NPV-nya negatif.

2.2.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Besarnya *Wealth Effect* Pada Pemegang Saham

Berdasarkan *free cashflow theory*, pertama, *wealth effect* harus berkorelasi positif terhadap *cashflow* perusahaan yang berasal dari aktivitas operasi (Jensen, 1986). Sehingga semakin besar *cashflow* dari aktivitas operasi tersebut, semakin besar pula *agency cost* dari *free cashflow* tersebut yang dapat dikurangi dengan mendistribusikan kas perusahaan dengan cara *stock repurchase*.

Kedua, *wealth effect* akan berhubungan positif dengan *debt ratio* perusahaan. Pendistribusian kas perusahaan akan lebih efektif jika dikombinasikan dengan kenaikan hutang (*debt*) perusahaan. Karena kenaikan hutang tersebut akan mendorong perusahaan untuk mendistribusikan *cashflow* pada masa yang akan datang, dan mengurangi *agency cost* dari *free cash flow* kedepannya.

Keuntungan dari penggunaan hutang ini, Jensen (1986) menyebutnya sebagai sebuah *control hypothesis*. Penerbitan surat hutang, tanpa menahan uang yang diperoleh dari penerbitan hutang tersebut, memungkinkan manajer untuk secara efektif memastikan bahwa ia akan membayar kembali hutangnya tersebut dengan *cashflow* yang diterimanya di masa yang akan datang.

Dengan penerbitan hutang, manajer secara tidak langsung “terikat” pada ketentuan untuk mengeluarkan *future cashflow*-nya. Jika manajer melanggarnya (tidak mampu untuk membayar bunga dan pokok hutang), manajer akan merugikan *stockholder* karena membuat perusahaan mengalami kebangkrutan. Sehingga penggunaan hutang ini bisa mengurangi *agency cost of free cashflow* dengan cara mengurangi *cashflow* yang tersedia untuk digunakan oleh manajer.

Faktor terakhir adalah ukuran perusahaan (*firm size*). *Wealth effect* harus memiliki hubungan yang positif dengan ukuran perusahaan karena semakin besar ukuran suatu perusahaan semakin besar *agency cost* yang muncul (Wells, Cox, dan Gaver, 1995).

Berdasarkan *signalling theory*, diharapkan *wealth effect* akan berhubungan dengan beberapa karakter perusahaan yang digunakan sebagai proxy kemungkinan besar terjadinya asimetri informasi. Karakter perusahaan yang dimaksud adalah *undervaluated* dari saham perusahaan sebelum pengumuman *stock repurchase* dan persentase jumlah saham yang dibeli kembali terhadap jumlah saham yang beredar atau disebut dengan *target fraction* (Ikenberry dan Vermaelen, 1996).

2.3 Teori yang Mendasari Pengaruh *Stock Repurchase* Terhadap *Bondholder*

2.3.1 Expropriation Hypothesis

Hipotesis ini menjelaskan bahwa pembelian saham kembali yang tidak terantisipasi dapat menyebabkan terjadinya *wealth transfer* dari pemilik senior sekuritas, seperti saham preferen dan obligasi, kepada pemegang saham biasa. Implikasi dari teori ini adalah harga saham meningkat sedangkan harga dari senior sekuritas mengalami penurunan. Implikasi tersebut konsisten terhadap adanya sinyal informasi yang menyampaikan adanya peningkatan resiko perusahaan, atau bisa dilihat sebagai penambahan resiko hutang perusahaan dikarenakan pengurangan jumlah *cashflow* yang digunakan untuk membayar bunga dan pokok hutang.

Studi yang dilakukan oleh Maxwell dan Stephen (2003) menunjukkan adanya *wealth transfer* dari *bondholder* kepada *stockholder*. Kerugian yang dialami oleh *bondholder* dilihat sebagai fungsi dari *size*³ program *stock repurchase* tersebut, dan tingkat resiko obligasi yang bersangkutan. Mereka juga menemukan bahwa peringkat obligasi dua kali lebih banyak mengalami penurunan dari pada peningkatan setelah pengumuman *stock repurchase* perusahaan.

³ *Size* yang dimaksud adalah persentase jumlah saham yang dibeli kembali terhadap jumlah saham yang beredar

2.3.2 Signalling Hypothesis

Menurut hipotesis ini pengumuman pembelian saham kembali merupakan pemberitahuan manajer mengenai informasi tentang prospek perusahaan pada masa yang akan datang.⁴ Implikasi dari hipotesis ini adalah, secara umum akan berdampak pada harga seluruh sekuritas perusahaan yang beresiko. Namun, karena manajer tidak secara eksplisit mengatakan jenis informasi apa yang diberikan, maka dampaknya terhadap harga sekuritas tidak dapat diprediksi apakah positif atau negatif.

Dann (1980) telah melakukan studi mengenai pengaruh *stock repurchase* terhadap pemilik senior sekuritas, termasuk *bondholder*, dengan *stockholder*. Tahun penelitiannya dari tahun 1962-1976, dengan menggunakan 300 pengumuman *stock repurchase* yang menggunakan metode *tender offer*. Hasil yang ditunjukkan adalah adanya perubahan *wealth (return)* yang positif, yang diperoleh pemilik *convertible debt*, pemilik *convertible preferred stock*, dan *common stockholder*. Sedangkan untuk pemilik *straight debt* maupun *straight preferred stock*, tidak mengalami perubahan *return* yang signifikan.⁵ Sehingga tidak terbukti adanya *wealth transfer* dari pemilik senior sekuritas kepada *stockholder* seperti yang dikemukakan pada *expropriation hypothesis* sebelumnya. Walaupun kenaikan *return* untuk pemilik senior sekuritas (*convertible debt* dan *convertible preferred stock*) lebih kecil, sekitar 3%, dibandingkan kenaikan *return* yang didapat *common stockholder* sebesar 15%.

2.4 Teori yang Mendasari Pengaruh *Stock Repurchase* Terhadap *Value* Perusahaan Secara Keseluruhan

Teori dasar yang menjelaskan pengaruh *stock repurchase* terhadap *value* perusahaan merupakan gabungan dari teori-teori sebelumnya yang telah dijelaskan.

⁴ *Value increasing information* seperti manajer melakukan *stock repurchase* meyakini bahwa sahamnya *undervalued* (Stewart, 1976; Nantell dan Finnerty, 1974; Coates dan Fredman, 1976). *Value decreasing information* seperti perusahaan tidak lagi memiliki kesempatan untuk berinvestasi untuk dapat memanfaatkan sumber daya yang ada (Ellis, 1965; Guthart, 1965, 1967; Woods dan Brigham, 1966).

⁵ *Convertible debt/preferred stock* adalah *debt/preferred stock* yang bisa dirubah menjadi *common stock*. *Straight debt/preferred stock* adalah *debt/preferred stock* yang tidak bisa dirubah menjadi *common stock*.

Menurut Maxwell dan Stephen (2003) secara umum ada dua hipotesis yang mempengaruhi *value* perusahaan yaitu *signalling hypothesis* dan *expropriation hypothesis*.

Signalling hypothesis menyatakan bahwa *value* perusahaan tergantung dari sinyal perusahaan yang diberikan mengenai kegiatan *stock repurchase*, apakah negatif ataupun positif. Jika berupa sinyal positif diharapkan akan meningkatkan *value* perusahaan, dan sebaliknya jika sinyal negatif akan menurunkan *value* perusahaan.

Sedangkan menurut *expropriation hypothesis* dilihat apakah kegiatan *stock repurchase* menimbulkan *wealth transfer* dari *bondholder* kepada *stockholder*. Jika keuntungan yang diterima *stockholder* sama dengan kerugian yang dialami *bondholder* maka terjadi *pure wealth transfer*. Jika keuntungan *stockholder* lebih besar dari kerugian *bondholder* atau sebaliknya maka *expropriation hypothesis* hanya bisa menjelaskan sebagian dari perbedaan tersebut. *Value* perusahaan adalah *net effect* dari kedua *hypothesis* tersebut. Berikut adalah rangkuman dalam bentuk tabel:

Tabel 2.1 Prediksi Value Perusahaan Sebagai Dampak dari Stock Repurchase Berdasarkan Signalling Theory dan Expropriation Theory (Wealth Transfer Effect)

	<i>Predicted firm return</i>
<i>Pure wealth transfer</i>	0
<i>Positive signal and no wealth transfer</i>	+
<i>Negative signal and no wealth transfer</i>	-
<i>Positive signal and wealth transfer</i>	+
<i>Negative signal and no wealth transfer</i>	-

Sumber: "The Wealth Effect of Repurchase on Bondholders". *Journal of Finance*. Halaman 989. Maxwell dan Stephen (2003) (dengan sedikit perubahan).

Studi sebelumnya mengenai pengaruh *stock repurchase* terhadap *value* perusahaan secara keseluruhan dilakukan oleh Maxwell dan Stephens (2003). Mereka

melihat perubahan *value* perusahaan sebulan setelah bulan pengumuman *stock repurchase*. Hasil studi mereka menunjukkan *total value* perusahaan meningkat setelah perusahaan mengumumkan *stock repurchase*, yang berarti pengumuman *stock market repurchase* dapat dilihat sebagai sinyal positif dan tidak sepenuhnya terjadi karena adanya *wealth transfer* dari *bondholder* terhadap *stockholder*.

2.5 Teori Pendukung Lainnya

2.5.1 Agency Theory

Pada pembahasan mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi besarnya *wealth effect* kepada pemegang saham (*stockholder*), disebutkan adanya teori mengenai *agency cost of free cash flow*. Untuk pembahasan lebih lanjut, peneliti akan membahas terlebih dahulu apa yang dimaksud dengan *agency theory*.

Adanya pemisahan antara manajer dengan pemegang saham memungkinkan terjadinya konflik kepentingan di antara mereka. Di dalam bukunya yang berjudul “*International Financial Management*”, Eun dan Resnick menuliskan, seandainya manajer dan pemegang saham dapat membuat suatu kontrak yang lengkap (*complete contract*), yang mengatur tentang penggunaan dana perusahaan oleh manajer dan pembagian pengembalian tingkat investasi antara manajer dengan pemegang saham, serta segala sesuatu yang harus dilakukan manajer pada setiap kemungkinan yang terjadi, maka tidak akan terjadi *agency problem*. Namun, sangat tidak mungkin untuk membuat *complete contract* sehingga menuntut manajer maupun pemegang saham untuk mengambil keputusan terhadap sesuatu yang tidak disebutkan di dalam kontrak tersebut.

Ketidakmampuan pemegang saham dalam mengambil keputusan bisnis membuat semua keputusan dibuat sendiri oleh manajer. *Agency problem* terjadi karena adanya konflik kepentingan antara seorang manajer yang mementingkan diri sendiri sebagai seorang *agent* dan pemegang saham sebagai seorang *principal*. *Agency problem* juga dapat dilihat sebagai akibat dari kesulitan pemegang saham dalam memastikan apakah *return* yang mereka dapat benar-benar *fair return* dari modal yang mereka investasikan.

Jensen (1989) menyebutkan bahwa *agency problem* ini akan semakin besar dialami oleh perusahaan dengan *free cashflow* yang besar. *Free cash flow* akan lebih besar pada industri yang *mature*, dimana tingkat pertumbuhannya sudah menurun. Manajer dalam perusahaan jenis ini akan menggunakan *free cashflow* perusahaan untuk membiayai proyek yang tidak menguntungkan, sehingga merugikan pemegang saham namun memungkinkan manajer untuk mendapat keuntungan darinya.

Ada beberapa alasan mengapa seorang manajer lebih memilih untuk menahan *free cashflow* perusahaan daripada membagikan kembali ke pemegang saham baik dalam bentuk dividen ataupun *stock repurchase*, yaitu:

- a. Dengan adanya cadangan kas, manajer tidak memerlukan kembali kas yang berasal dari luar perusahaan, yang berarti manajer “independen” terhadap pasar modal, sehingga mereka dapat menghindari pengawasan dari luar perusahaan.
- b. Memperbesar ukuran perusahaan dengan cara menahan kas yang dimiliki dapat meningkatkan besarnya kompensasi untuk manajer, karena kompensasi untuk manajer sangat bergantung pada besarnya keuntungan yang didapat perusahaan.
- c. Para *senior executive* perusahaan dapat menaikkan tingkat sosial, kekuatan politik, dan wibawa mereka melalui peningkatan ukuran perusahaan. Para eksekutif yang memimpin perusahaan besar cenderung untuk memiliki tingkat sosial yang tinggi daripada yang hanya memimpin perusahaan yang lebih kecil.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai penjumlahan dari biaya pembuatan kontrak (formal/informal) yang terdiri dari biaya pengawasan penggunaan dana (*expenditure*) oleh *agent*, *bonding expenditure* dan *residual loss*. *Residual loss* adalah *opportunity cost* yang berhubungan dengan perubahan aktivitas secara nyata yang terjadi karena tidak adanya insentif untuk melakukan semua tindakan sesuai dengan kontrak.

2.5.2 Teori Efisiensi Pasar (*Efficient Market Hypothesis*-- EMH)

Fama pertama kali menyebutkan mengenai *efficient market hypothesis* pada sebuah tulisannya di tahun 1965. Bahwa yang disebut dengan *efficient market* adalah suatu kondisi dimana harga sekuritas secara penuh merefleksikan informasi yang tersedia. Sebuah pasar dikatakan efisien jika reaksi dari harga pasar terhadap informasi baru sangat cepat dan tidak bias. Informasi secara cepat dan efisien terefleksikan ke dalam harga sekuritas pada setiap titik waktu, sehingga informasi yang lama tidak bisa digunakan untuk meramalkan harga sekuritas tersebut pada masa yang akan datang.

Efficient market hypothesis dapat dibagi menjadi tiga kategori, yang setiap kategorinya berkaitan dengan jenis informasi yang berbeda-beda. *Weak form efficiency* adalah suatu bentuk pasar jika semua informasi yang terdapat dalam harga saham masa lampau (*historical price*) terefleksikan sepenuhnya pada harga saham saat ini (*current price*). Dikatakan *weak form* karena harga sekuritas masa lampau merupakan suatu bentuk informasi yang umum dan mudah didapat, yang mengimplikasikan bahwa tidak ada seorang pun yang bisa mendapatkan *return* melebihi *return* pasar menggunakan suatu informasi yang diketahui oleh orang lain. Pun, masih ada beberapa peneliti yang mempelajari harga dan volume saham yang diperdagangkan pada waktu lampau⁶ untuk bisa menghasilkan keuntungan, di dalam teori *efficient market*, hal ini adalah sesuatu yang sia-sia untuk dilakukan dalam memperkirakan perubahan harga pada masa yang akan datang.

Semistrong form efficiency adalah suatu bentuk pasar jika informasi umum yang tersedia terefleksikan secara penuh pada harga saham saat ini. Informasi umum yang ada bukan hanya harga saham pada masa lampau, tetapi juga data-data yang dilaporkan pada laporan keuangan perusahaan, pengumuman perusahaan (*stock split*, pembagian dividen, *stock repurchase*), faktor ekonomi, dll. Sama seperti *weak form efficiency*, *semi strong form* ini juga tidak memungkinkan seseorang untuk dapat melebihi kinerja pasar menggunakan informasi yang ada. Ini mengindikasikan bahwa laporan keuangan perusahaan tidak bisa membantu memprediksi pergerakan harga

⁶ Biasa disebut dengan *technical analysis*.

saham pada masa yang akan datang untuk memperoleh tingkat pengembalian investasi yang tinggi.

Terakhir, *strong form efficiency* jika seluruh informasi, baik umum maupun privat, akan terefleksikan secara penuh pada harga saham sekarang. Yang berarti, bahkan manajemen perusahaan (*insiders*) tidak bisa mendapatkan keuntungan atas informasi perusahaan yang mereka ketahui.

Beberapa tes dapat dilakukan untuk dapat melihat bentuk efisiensi dari suatu pasar. Tes mengenai efisiensi pasar tersebut, kebanyakan lebih melihat pada seberapa cepat informasi yang ada dapat dicerminkan pada harga saham, bukan melihat apakah informasi tersebut benar-benar terefleksikan pada harga saham yang bersangkutan.

2.5.3 Fakta-fakta Mengenai Pengumuman Transaksi Perusahaan

Seperti yang telah dijelaskan pada subbab sebelumnya, pengumuman *stock repurchase* perusahaan lebih banyak menghasilkan reaksi pasar yang positif yang terlihat pada harga sekuritas yang naik diantara periode pengumuman *stock repurchase* tersebut. Ternyata tidak hanya *stock repurchase*, tetapi transaksi lain seperti peningkatan pembayaran dividen dan peningkatan biaya investasi dianggap sebagai berita baik oleh pasar.

Transaksi yang dilakukan perusahaan dapat mempengaruhi pandangan investor mengenai perusahaan melalui dua *channel* utama, yaitu (1) peningkatan *expected future cashflow* secara tidak langsung, dan (2) perubahan tingkat *leverage*.

Miller dan Rock (1985) menyatakan setiap transaksi yang memberi sinyal adanya kenaikan pada *investment operating cashflow*, seperti *stock repurchase*, peningkatan pembayaran dividen dan peningkatan biaya investasi, dianggap berita baik “*good news*” oleh pasar. Sebaliknya penerbitan saham baru, pengurangan biaya investasi dan penurunan tingkat dividen, semua mengimplikasikan adanya penurunan dari *investment operating cashflow* dan dianggap berita buruk “*bad news*” bagi pasar.

Channel kedua, yang berhubungan dengan *leverage*, dapat dibedakan dari *expected future cashflow* dengan cara melihat transaksi suatu perusahaan yang secara eksplisit berhubungan dengan sumber dan penggunaan dana. Penelitian yang

dilakukan pada pengumuman transaksi tersebut menyimpulkan dua hal berikut, yaitu (1) pasar akan memberikan respon positif pada transaksi peningkatan *leverage*, dan respon negatif pada transaksi penurunan *leverage*, (2) semakin besar perubahan *leverage*, semakin besar reaksi perubahan harganya. (Lihat tabel 2.2).

2.6 Kegiatan *Stock Repurchase* di Indonesia

Kegiatan *stock repurchase* di Indonesia sangat jarang dilakukan. Mengingat dana yang dibutuhkan untuk melakukan kegiatan ini tidak sedikit, maka hanya perusahaan-perusahaan besar saja yang bisa melakukan *stock repurchase* ini, seperti PT. Telkom, PT. Berlian Laju Tanker, dan perusahaan besar lainnya.

Metode yang dilakukan pun tidak jauh berbeda antara perusahaan yang satu dengan yang lain, yaitu rata-rata menggunakan *open-market repurchase*. Perusahaan yang ingin membeli kembali saham perusahaannya diharuskan untuk membuat pengumuman kepada publik (biasanya lewat iklan yang dipasang di dua surat kabar besar) mengenai akan diadakannya RUPS LB⁷ minimal 28 hari sebelum RUPS LB tersebut dilaksanakan. Di dalam pengumuman dicantumkan tanggal rencana pelaksanaan RUPS LB, jumlah saham yang akan dibeli kembali atau jumlah dana yang dialokasikan untuk melakukan *stock repurchase* tersebut, perubahan posisi keuangan perusahaan setelah melakukan *stock repurchase*, dan informasi lain yang berhubungan dengan perusahaan.

Selama *stock repurchase* ini tidak menimbulkan adanya konflik kepentingan antara para pemegang saham, maka hampir seluruh kegiatan *stock repurchase* akan disetujui oleh para pemegang saham. Jangka waktu yang ditetapkan oleh Bapepam kepada perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* adalah 18 bulan. Jika dalam 18 bulan tersebut perusahaan belum menyelesaikan program *stock repurchase*-nya, maka perusahaan bisa mengumumkan kembali pembelian saham perusahaan tahap kedua kepada publik. Semua ketentuan ini telah diatur oleh Bapepam pada Peraturan No.

⁷ Adalah Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa yang dilakukan di luar Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan, yang biasanya membahas kebijakan-kebijakan yang akan diambil perusahaan seperti *stock repurchase*, *stock split*, penawaran umum terbatas dengan HMETD, dll.

XI.B.2 mengenai Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik⁸.(Lihat tabel 2.3).

Alasan yang biasa dikemukakan oleh perusahaan yang melakukan *stock repurchase* adalah ingin meningkatkan nilai EPS-nya. Nilai EPS akan meningkat karena jumlah saham yang beredar telah berkurang setelah perusahaan membeli kembali sahamnya. Namun ada beberapa perusahaan yang memang menggunakan saham yang telah dibelinya kembali untuk program *Employee Stock Option Plan* (ESOP) yang akan dilakukan. Seperti yang dibahas pada bab sebelumnya, menggunakan *treasury stock*⁹ akan lebih efektif dan murah bila dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. PT. Medco Energi, Tbk adalah salah satu contoh perusahaan yang menggunakan sahamnya yang telah dibeli kembali untuk program ESOP pada tahun 2001.

Pajak dividen dan *capital gain* juga diatur di Indonesia. Pajak *capital gain* adalah pajak atas penghasilan/keuntungan yang diperoleh penjual saham pada saat mengalihkan saham yang dimiliki/dikuasainya. Tarif pajak atas *capital gain* berbeda antara saham yang terdaftar di bursa dan saham yang tidak terdaftar. Untuk saham yang terdaftar di bursa tidak dikenakan pajak (sudah termasuk dalam pembayaran pajak atas transaksi saham pada saat transaksi). Ini diatur dalam PP No. 41/1995 jo PP No. 14/97.

Sedangkan *capital gain* dari saham yang tidak terdaftar di bursa dikenakan pajak dengan tarif umum sesuai peraturan pasal 17 UU Pajak Penghasilan.

Untuk pajak dividen salah satunya diatur dalam PP No.1 tahun 2007 tentang Fasilitas Pajak Penghasilan untuk Penanaman Modal di Bidang-bidang Usaha Tertentu dan/atau di Daerah-daerah Tertentu.

⁸ Pada masa krisis tahun 2008 ini Pemerintah telah mengeluarkan peraturan baru mengenai *stock repurchase* yaitu Peraturan No. XI. B. 3. tentang Pembelian Kembali Saham Emiten dan Perusahaan Publik dalam Kondisi Pasar yang Berpotensi Krisis. Beberapa perbedaan dalam peraturan ini dibandingkan dengan peraturan sebelumnya adalah bahwa perusahaan dapat membeli kembali saham perusahaannya tanpa persetujuan RUPS dan jangka waktu yang diberikan kepada perusahaan maksimal hanya tiga bulan semenjak iklan keterbukaan informasi untuk membeli kembali sahamnya.




⁹ Nama lain dari saham yang telah dibeli kembali. *Treasury stock* ini dicatat di neraca dalam nilai negatif.

Tabel 2.2
Prediksi *Abnormal Return* Berdasarkan Jenis Transaksi Perusahaan

Perubahan <i>Cashflow</i>				
		Negatif	Tetap	Positif
Perubahan Tingkat <i>Leverage</i>	Negatif	<i>Common sale</i> Penurunan <i>dividen</i>	<i>Common sale to</i> <i>retire debt</i> <i>Common/preferred</i> <i>exchange offer</i> <i>Call of convertible</i> <i>bonds, dll.</i>	<i>Call of</i> <i>noncorvetible</i> <i>bonds</i>
	Tetap	<i>Convertible</i> <i>preferred sale</i> <i>Convertible bond</i> <i>sale</i> Penurunan <i>investasi</i>	<i>Bond/bond</i> <i>exchange offer</i> <i>Bond sale to retire</i> <i>debt</i>	Peningkatan investasi
	Positif	<i>Preferred sale</i> <i>Debt sale</i>	<i>Common</i> <i>repurchase</i> <i>financed with debt</i> <i>Bond/common</i> <i>exchange offer,</i> <i>dll.</i>	<i>Common</i> <i>repurchase</i> Peningkatan <i>dividen</i> <i>Dividen</i> <i>initiation, dll.</i>

Sumber: "The Modern Theory of Corporate Finance". Second Edition. Clifford W. Smith, JR.

Keterangan:

 : *abnormal return negative*,
  : *insignificant abnormal return*,
 : *abnormal return positif*

Tabel 2.3
PERATURAN NOMOR XI.B.2 : PEMBELIAN KEMBALI SAHAM YANG
DIKELUARKAN OLEH
EMITEN ATAU PERUSAHAAN PUBLIK

1. Emiten atau Perusahaan Publik dapat membeli kembali sahamnya sesuai ketentuan Pasal 30, Pasal 31 dan Pasal 32 Undang-undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas tanpa melanggar ketentuan Pasal 91, Pasal 92, Pasal 95 dan Pasal 96 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, sepanjang memenuhi ketentuan peraturan ini.
2. RUPS dilarang mendelegasikan kewenangan untuk membeli kembali saham kepada direksi atau komisaris dalam jangka waktu lebih dari 18 (delapan belas) bulan.
3. 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:
 - 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.
 - 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.
4. 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.
5. 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 :
- nama pemegang saham yang sahamnya akan dibeli kembali oleh Emiten atau Perusahaan Publik;
 - harga wajar saham yang telah disetujui oleh pemegang saham dan Emiten atau Perusahaan Publik serta tata cara penentuan harga tersebut; dan
 - alasan pemegang saham untuk meminta pembelian kembali sahamnya.
6. 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.
7. 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 :
- nama, kegiatan usaha, dan hubungan afiliasi dari pembeli telah diungkapkan dalam RUPS; dan
 - penjualan kembali saham telah memenuhi Peraturan Nomor IX.E.1 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu.
8. Saham yang dibeli kembali dapat dijual kembali melalui Bursa Efek dengan ketentuan sebagai berikut :
- transaksi jual wajib dilaksanakan melalui 1 (satu) Anggota Bursa;
 - transaksi jual dilarang dilaksanakan dalam jangka waktu 30 (tiga puluh) hari sejak pembelian kembali oleh Emiten atau Perusahaan Publik;
 - 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;
 - penawaran jual harus sama atau lebih tinggi dari harga perdagangan sebelumnya;
 - 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
 - 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.
9. 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.

10. Emiten atau Perusahaan Publik yang sahamnya dicatatkan pada Bursa Efek dilarang membeli kembali sahamnya, jika akan mengakibatkan berkurangnya jumlah saham pada suatu tingkat tertentu yang mungkin mengurangi secara signifikan likuiditas saham pada pasar atau dipenuhinya persyaratan delisting saham tersebut dari Bursa Efek.

Sumber: Bapepam

