

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pembelian saham kembali (*stock repurchase*) yang dilakukan suatu perusahaan dapat dilihat sebagai suatu bentuk lain dari dividen, karena keduanya merupakan cara utama perusahaan dalam mendistribusikan kas yang dimilikinya.

Di Amerika, jika perusahaan melakukan *stock repurchase* dengan cara *tender offer*, maka perusahaan akan menawar harga pembelian saham di atas harga pasar. Sehingga para pemegang saham akan memperoleh keuntungan yang didapat dari *capital gain* saham tersebut, dengan tingkat pajak yang dikenakan lebih kecil bila dibandingkan dengan dividen. Hal inilah yang menjadi alasan bagi para pemegang saham lebih menyukai *stock repurchase* dibandingkan dengan dividen. Pada tahun 1997, perusahaan-perusahaan Amerika menggunakan program *stock repurchase* untuk membeli kembali sahamnya hingga mencapai angka 181 milyar dollar, sebuah peningkatan sebesar 82% dari tahun 1995.¹

Beberapa penelitian telah menunjukkan bahwa pengumuman *stock repurchase* diikuti dengan peningkatan harga saham tersebut. Reaksi positif yang diberikan pasar ini berhubungan dengan *information signalling theory* (Vermaelen, 1981; Masulis, 1980; Dann, 1981) dan *free cashflow theory*.

Pada *information signalling theory* perusahaan seperti memberikan informasi tentang kondisi keseluruhan perusahaan sehingga harga saham akan bergerak sesuai dengan sinyal yang diberikan perusahaan, apakah positif ataupun negatif. Penelitian yang dilakukan oleh Vermaelen (1981), dan Comment dan Jarrel (1991) memperlihatkan *information signalling theory* memberikan *wealth effect* yang positif kepada para pemegang saham. *Wealth effect* yang positif juga ditunjukkan pada *free cashflow theory* yang tergantung pada strategi investasi perusahaan pada waktu-waktu sebelumnya.

¹ *The Economist*, 25 April 1998, "Share Buyback: A Popular Option"

Seperti yang telah disebutkan, *stock repurchase* dapat dilihat sebagai cara perusahaan untuk mendistribusikan *value* (dalam hal ini *cashflow*) kepada para pemegang saham. Menurut Jagannathan, Stephens, dan Weisbach (2000) jumlah nilai dalam dollar dari *stock repurchase* meningkat 650% dan 750% pada tahun 1985 dan 1996. Grullon dan Michaely (2002) melaporkan bahwa pada tahun 1998 nilai dari pembelian saham perusahaan lebih besar dibandingkan dengan pembayaran dividen yang dilakukan.

Selain melihat pengaruh *stock repurchase* terhadap *return* saham, peneliti juga ingin melihat faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *wealth effect* pada *return* ini, seperti besarnya *cashflow* perusahaan yang berasal dari aktivitas operasi, *debt ratio*, dan rasio jumlah saham maksimal yang dibeli kembali terhadap jumlah saham yang beredar. Masing-masing dari faktor tersebut akan dikaitkan dengan *signalling theory* dan *free cashflow theory*.

Berdasarkan *signalling theory*, diharapkan adanya hubungan antara *wealth effect* dengan karakteristik perusahaan sebagai proxy adanya asimetri informasi, termasuk diantaranya adalah *undervaluated* dari saham perusahaan sebelum pengumuman *stock repurchase*, dan volume pembelian saham kembali terhadap jumlah saham perusahaan yang beredar (Ikenberry dan Vermaelen, 1996).

Di sisi lain, berdasarkan *free cashflow theory* menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *abnormal return* dengan *cashflow* dari aktivitas operasi perusahaan (Jensen, 1986), *debt ratio*, dan *size* perusahaan (Wells, Cox, dan Gaver, 1995).

Di Indonesia, transaksi *stock repurchase* yang dilakukan perusahaan biasanya bertujuan untuk meningkatkan nilai EPS (*earning per share*)-nya (laporan keuangan Bapepam 2003). Walaupun peningkatan EPS bukan terjadi karena adanya peningkatan *earning* perusahaan, tapi lebih kepada adanya pengurangan jumlah nilai saham yang beredar.

Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal) Indonesia mengatur mengenai tata cara *stock repurchase* ini dalam suatu peraturan yaitu Peraturan No. XI.B.2 mengenai Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

Peraturan lain yang harus diikuti oleh para perusahaan/emiten yang ingin melakukan *stock repurchase* adalah UU No. 1 tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas dan UU No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Tidak seperti di Amerika, dimana banyak sekali perusahaan yang melakukan *stock repurchase*, di Indonesia program *stock repurchase* ini bisa dikatakan masih sangat sedikit dilakukan. Hanya perusahaan-perusahaan besar yang melakukannya, mengingat biaya untuk pelaksanaan program ini cukup besar. Metode yang digunakan pun semuanya menggunakan metode *open market stock repurchase*, yaitu suatu metode dimana perusahaan membeli kembali sahamnya melalui broker yang ditunjuk seperti yang dilakukan investor pada umumnya.

Dari tahun 2001-2007 terdapat 30 pengumuman *stock repurchase* yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Beberapa perusahaan diantaranya melakukan program *stock repurchase* lebih dari satu kali, seperti PT. Berlian Laju Tanker (2001, 2005, dan 2006), PT. Telkom (2005 dan 2007), PT. H.M. Sampoerna (2001, 2002, dan 2003), dll. Salah satu tujuan yang dikemukakan perusahaan adalah untuk meningkatkan EPS.

Objek penelitian lainnya adalah melihat pengaruh *stock repurchase* terhadap *bondholder*. Pengukuran pengaruh terhadap *bondholder* dilihat dari perubahan peringkat obligasi yang bersangkutan. Seperti yang diketahui sebelumnya, peringkat suatu obligasi menunjukkan resiko dari obligasi tersebut. Semakin rendah peringkatnya, semakin besar obligasi tersebut mengalami resiko *default* atau gagal bayar. Penelitian yang dilakukan oleh Maxwell dan Stephen (2003) sebelumnya menunjukkan bahwa terjadi penurunan peringkat obligasi (*downgrading*) setelah pengumuman *stock repurchase* perusahaan. Hal ini membuktikan adanya *wealth transfer* dari *bondholder* kepada *stockholder*.

Di Indonesia, pemeringkatan obligasi korporasi ini dilakukan oleh dua perusahaan pemeringkat efek, yaitu PT. Pefindo dan PT. Kasnic *Credit Rating*². Dalam penelitian ini, yang dijadikan sebagai sumber dan bahan perbandingan adalah sebagian besar peringkat obligasi yang diberikan oleh PT. Pefindo. Namun, untuk

² PT. Kasnic *Credit Rating* telah berubah nama menjadi PT. Moody's Indonesia.

obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Humpuss Intermoda, peringkat obligasi yang digunakan adalah yang diberikan oleh PT. Kasnic *Credit Rating*.

Jika dilihat secara langsung, peringkat obligasi dari perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* tidak mengalami perubahan setelah periode *stock repurchase*. Namun untuk melihat lebih dalam lagi, peneliti akan menggunakan variabel-variabel keuangan perusahaan yang telah digunakan oleh penelitian sebelumnya, yang terbukti dapat memprediksi peringkat suatu obligasi. Hal ini dilakukan agar perubahan sekecil apapun dapat dilihat di dalam penelitian ini.

Terakhir, peneliti akan membandingkan *wealth* yang diterima antara pemegang saham yang menjual kembali sahamnya dengan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya. Dengan asumsi *value* perusahaan yang tetap, sedangkan jumlah saham yang beredar berkurang setelah melakukan *stock repurchase*, maka diharapkan *value* per saham akan mengalami peningkatan. Implikasinya adalah nilai intrinsik dari saham perusahaan per lembarnya akan mengalami peningkatan pula, yang secara tidak langsung menguntungkan *stockholder* yang lebih memilih untuk menahan sahamnya. Namun jika ternyata kegiatan *stock repurchase* ini berdampak pada perubahan *value* perusahaan yang bersangkutan, maka asumsi sebelumnya tidak dapat diterima, dan perlu dilakukan perhitungan selanjutnya.

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian ini pada intinya ingin melihat adanya pengaruh *stock repurchase* terhadap:

1. Kesejahteraan (*wealth effect*) para pemegang saham (*stockholder*) yang dilihat dari *abnormal return* saham pada saat pengumuman *stock repurchase*.
2. Faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya *wealth effect* tersebut berdasarkan *free cashflow theory* dan *information signalling theory*.
3. *Bondholder* yang dilihat dari perubahan peringkat obligasi.

4. *Value* perusahaan.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah melihat:

1. Apakah *wealth effect* juga dialami oleh para pemegang saham di pasar modal Indonesia yang belum efisien.
2. Signifikansi dari faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya *wealth effect* tersebut.
3. Apakah terjadi *wealth transfer* dari *bondholder* kepada *stockholder* karena adanya penurunan peringkat obligasi.
4. Manakah yang lebih menguntungkan bagi pemegang saham, bersedia menjual sahamnya atau menahan saham yang dimilikinya karena adanya perubahan *value* perusahaan.

1.4 Metodologi Penelitian

1.4.1 Data

Beberapa data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah:

1. Pengumuman mengenai pembelian saham kembali perusahaan yang didapat dari data Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan dua tanggal sebagai *event date*, yaitu tanggal pada saat perusahaan mengumumkan rencana *stock repurchase* melalui surat kabar berskala nasional (iklan keterbukaan informasi) dan tanggal pelaksanaan RUPS LB tersebut. Selain itu untuk melihat daftar perusahaan yang melakukan *stock repurchase* pada satu tahun tertentu dapat dilihat dari laporan tahunan Bapepam pada aksi korporasi.

2. Laporan keuangan beserta catatan laporan keuangan masing-masing perusahaan untuk dapat mengetahui jumlah maksimal dari saham yang diizinkan untuk dibeli kembali, serta data keuangan lainnya yang digunakan untuk menghitung rasio-rasio yang dibutuhkan.
3. *Historical price* dari saham perusahaan yang bersangkutan yang didapat dari www.yahoofinance.com selama periode 2001-2007.
4. Data harga transaksi obligasi dari tahun 2004 yang dimiliki oleh www.bisnisindonesia.com.
5. Data *corporate action* yang diperoleh dari *website* KSEI.
6. Data perusahaan yang diambil dari Osiris sebagai data pelengkap.
7. Data perubahan peringkat obligasi yang dibuat oleh PT. Pefindo dan PT Kasnic *Credit Rating* sebagai pelengkap.

1.4.2 Metodologi

Penelitian ini menggunakan metode *standard event study* untuk menghitung *abnormal return* dari saham pada periode di sekitar pengumuman *stock repurchase*. *Return* dari setiap saham j ($j = 1, 2, 3, \dots, J$) dihitung dengan menggunakan *market model* dengan persamaan:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (1.1)$$

dimana R_{jt} dan R_{mt} adalah *return* dari saham j dan *return* pasar (dalam penelitian ini adalah IHSG) pada hari t ; ε_{jt} adalah *unexpected return* dengan rata-rata 0 dan varian σ_j^2 . Parameter dari model tersebut diestimasi menggunakan *ordinary least square* (OLS).

Jika $(\widehat{\alpha}_j, \widehat{\beta}_j, \widehat{\sigma}_j^2)$ adalah hasil estimasi OLS dari $(\alpha_j, \beta_j, \sigma_j^2)$, maka *abnormal return* (AR) untuk perusahaan j pada hari t adalah:

$$AR_{jt} = R_{jt} - [\widehat{\alpha}_j + \widehat{\beta}_j R_{mt}] \quad (1.2)$$

Sedangkan untuk menghitung nilai *cummulative abnormal return* (CAR) selama *event window* (k) adalah:

$$CAR(k)_j = \sum_{t=-7}^k AR_{jt} \quad k = -7, \dots, +7 \quad (1.3)$$

Untuk melihat hubungan antara *cummulative abnormal return* (CAR) dengan faktor-faktor yang terdapat di dalam karakteristik perusahaan, akan digunakan *cross-sectional regression model* dengan persamaan:

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 D/A_i + \beta_2 CF_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 FR_i + \beta_5 UNDER_i + \varepsilon_i \quad (1.4)$$

dimana untuk setiap perusahaan i, CAR adalah *cummulative abnormal return* selama 3 hari (t_0 sampai t_{+2}), D/A adalah rasio total kewajiban terhadap total aset (*debt ratio*), SIZE adalah logaritma natural dari *book value* dari total aset, FR adalah rasio jumlah saham maksimal yang dibeli kembali terhadap jumlah saham yang beredar, UNDER adalah kumulatif *excess return* saham perusahaan terhadap IHSG selama 100 hari sebelum hari pengumuman ($t_{-125} - t_{-25}$).

Variabel keuangan yang digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi adalah variabel keuangan yang terdapat pada Kaplan-Urwitz *Model of Debt Rating*. Model ini memiliki dua bentuk model yang berbeda. Dalam penelitian ini, peneliti hanya akan memakai Model 1 dari Kaplan-Urwitz *Model of Debt Rating*, yaitu:

$$DR = 5.67 + 0.0010TA - 2.36SD - 2.85LEV - 0.87 BETA + 5.13NI - 2.90 STDEV + 0.007INT \quad (1.5)$$

dimana:

DR = Prediksi peringkat obligasi atau *debt rating*

TA = Logaritma natural dari total aset

SD = Status obligasi perusahaan yang bersangkutan menggunakan *dummy variable* dengan I = subordinasi; 0 = bukan subordinasi

LEV = Rasio hutang jangka panjang terhadap total aset

BETA = Beta *market model*

NI = Rasio *net income* terhadap total aset

STDEV = Standar deviasi residual dari *market model*

INT = *Interest coverage* atau rasio EBIT terhadap beban bunga (*interest expense*)

Untuk menghitung *value* perusahaan, peneliti akan menggunakan perhitungan sederhana yaitu:

$$\text{Value of firm} = \text{Market value of equity} + \text{Market value of debt} \quad (1.6)$$

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini dapat memberikan kontribusi berupa:

1. Pembuktian adanya *wealth effect* pada pasar saham di Indonesia serta faktor yang mempengaruhinya.
2. Pembuktian adanya atau tidaknya *wealth transfer* pada *bondholder* dilihat dari peringkat obligasi.
3. Memberikan pengetahuan kepada investor, sehingga mereka dapat mengambil keputusan apakah bersedia untuk menjual sahamnya atau tidak.
4. Memberikan pengetahuan kepada para investor, sehingga mereka dapat mengambil keputusan investasi yang tepat pada saat pengumuman *stock repurchase*.

1.6 Batasan Penelitian

1. Periode penelitian ini yang hanya menggunakan data 2001-2007 sehingga tidak memungkinkan untuk melihat pengaruh *stock repurchase* pada periode-periode tertentu, seperti pada saat krisis global 2008.
2. Keterbatasan data yang diperoleh memungkinkan peneliti untuk mengeluarkan perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock*

repurchase dari sampel, sehingga tidak bisa menggunakan keseluruhan perusahaan.

3. Beberapa asumsi juga digunakan dalam perhitungan *market value of debt* karena keterbatasan data yang ada, sehingga perhitungan *value* perusahaan yang dilakukan tidak begitu akurat.

1.7 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini mencakup 3 komponen, yaitu :

1. Objek penelitian : pembelian saham kembali perusahaan.
2. Variabel penelitian: *abnormal return* dari saham, faktor-faktor yang mempengaruhinya, perubahan peringkat obligasi dilihat dari variabel-variabel keuangan, serta nilai intrinsik saham yang bersangkutan dilihat dari *value* perusahaan dibagi dengan jumlah saham yang beredar.
3. Periode penelitian : 1 Januari 2001 – 31 Desember 2007.

1.8 Sistematika Penulisan

Bab 1 : Pendahuluan

Pendahuluan terdiri dari latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, metodologi penelitian, kontribusi penelitian, batasan penelitian dan ruang lingkup penelitian. Pada bab ini akan dibahas secara garis besar mengenai penelitian yang dilakukan.

Bab 2 : Landasan Teori

Membahas mengenai teori-teori yang menjadi acuan peneliti dalam melakukan penelitian ini, serta penjelasan mengenai penelitian-penelitian lain yang telah dilakukan.

Bab 3 : Metodologi Penelitian

Pada bab ini akan dibahas data yang digunakan peneliti, sumber data tersebut, dan penjelasan dari metode yang digunakan.

Bab 4 : Analisa dan Pembahasan

Bab ini akan membahas proses pengolahan data serta analisa terhadap hasil yang diperoleh dari penelitian.

Bab 5 : Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan dari penelitian ini dan saran yang diberikan peneliti sehingga berguna untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

