

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

#### **2.1 Teori Agensi (*Agency Theory*)**

Perusahaan merupakan organisasi yang dimiliki oleh beberapa pemegang saham sebagai pemilik. Ada pemegang saham (*pricipal*) yang menjalankan sendiri usahanya, namun ada pula yang mempercayakannya kepada manajer yang lazimnya disebut dengan *agent*. Apabila pemegang saham mempercayakan usaha kepada manajer (*agent*) maka akan melahirkan masalah yaitu konflik kepentingan (*pricipal-agency problems*). Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa teori keagenan adalah kepentingan manajemen dan kepentingan investor berbeda, sehingga terjadi konflik agen. Hal tersebut dikarenakan manajer cenderung memiliki kepentingan pribadi, sehingga *principal* (pemegang saham) menambah biaya keagenan bagi perusahaan untuk mengawasi perilaku manajer agar mengurangi konflik kepentingan. Mekanisme yang dapat dilakukan agar kegiatan manajer searah dengan para pemegang saham adalah aksi *buyback* saham. Adanya *buyback* saham dapat mengurangi konflik agen yang terjadi pada *principal* dan agen, karena dana dapat distribusikan untuk kepentingan perusahaan.

#### **2.2 Teori Sinyal (*Signalling Theory*)**

Menurut Fillya dkk (2014) dalam (Sari, Pranaditya, & Andini, 2014), teori sinyal pertama kali ditemukan oleh Battacharya tahun 1979. Di dalam teori sinyal (*Signaling Theory*) terdapat teori yang beresensikan bagaimana sinyal-sinyal yang mempengaruhi naik turunnya harga saham pada pasar modal. Teori sinyal

mengandalkan kepekaan investor untuk mencerna dengan baik apakah suatu informasi memberikan sinyal positif atau negatif terhadap investasinya.

Menurut (Jagannathan, Stephens, & Weisbach, 2000) menyebutkan bahwa *information signalling hypothesis* memiliki dua bentuk dasar, pertama yang biasa disebut dengan *earnings signalling hypothesis*. *Earnings signaling hypothesis* berpendapat bahwa pengumuman *buyback* memberikan sinyal mengenai adanya penambahan yang tidak terduga atas pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, *buyback* memberikan sinyal kepada para pemegang saham bahwa saham perusahaan mengalami *undervaluation* tanpa diikuti dengan adanya kenaikan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang.

Adanya *information signalling hypothesis* merupakan akibat dari pasar yang tidak efisien sehingga muncul asimetri informasi yang menyebabkan tidak semua informasi perusahaan diketahui oleh pasar. Informasi merupakan unsur penting bagi investor karena informasi menyajikan gambaran keadaan pasar modal baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang. Informasi yang lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, investor diwajibkan untuk memahami bagaimana setiap informasi sebagai sinyal untuk pengambilan keputusan (Hartono, 2005).

### **2.3 Teori Perbedaan Pajak (*Tax Differential Theory*)**

Menurut (Mahmud, 2012) teori dividen perbedaan pajak yang dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy menyatakan investor lebih suka menerima *capital gain* daripada dividen karena *capital gain* memiliki tarif pajak yang lebih rendah daripada tarif pajak dividen. Tarif pajak dividen untuk wajib pajak pribadi sebesar 10% dan pajak *capital gain* sebesar 0,1%. Beberapa investor menyukai bahwa dividen yang dibagikan kecil dan menambahkan dana untuk *buyback* saham agar saham yang dimiliki naik. Kenaikan harga saham tersebut dapat dimanfaatkan investor untuk menjual saham. Adanya perbedaan pajak antara dividen dan *capital gain* dapat mendasari perusahaan mendistribusikan kekayaannya dengan membagikan dividen atau *buyback* saham.

### **2.4 Buyback Saham**

*Buyback* saham adalah proses pembelian kembali saham yang beredar di publik (*outstanding share*) yang dilakukan oleh perusahaan. Emiten melakukan pembelian kembali saham yang beredar di publik, secara otomatis jumlah keuntungan yang harus disetor perusahaan melalui pembagian deviden akan berkurang, karena jumlah saham yang beredar berkurang. Selain itu, perusahaan juga dapat memperoleh keuntungan di masa yang akan datang jika perusahaan memutuskan untuk menjual kembali saham *buyback* ketika harganya sudah naik. Perusahaan dapat melakukan proses *buyback* saham melalui proses *tender offer*, *open market*, atau melakukan negosiasi (*dutch auction*) pembelian kembali dari *blockholder* (J. Fred Weston, Mark L. Mitchell, 2004).

Tender offer adalah *buyback* yang dilakukan dengan cara mengumumkan kepada pemegang saham bahwa perusahaan akan melakukan *buyback* pada harga dan periode tertentu yang telah ditetapkan. Harga dari *buyback* tersebut biasanya bisa meningkatkan harga saham secara signifikan. *Buyback* dengan metode open market, perusahaan melakukan *buyback* dengan bantuan broker yang nantinya akan menerima komisi dari hasil transaksi yang mereka lakukan. Metode open market memiliki tingkat fleksibilitas yang lebih rendah terhadap jumlah saham yang dibeli oleh perusahaan dibandingkan dengan metode tender offer. Metode yang terakhir, negosiasi atau dutch auction adalah metode *buyback* yang dilakukan dengan cara perusahaan menyebutkan range harga saham yang ditawarkan, lalu para pemegang saham akan memilih satu harga untuk menjual saham yang mereka miliki kepada perusahaan. Pada akhir penawaran, perusahaan akan membeli sahamnya berdasarkan harga penawaran terbaik (Mulia, 2009).

### ***2.5 Dividen Payout Ratio***

(Rahmadhani & Mawardi, 2016) Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Perusahaan harus memiliki kebijakan terkait seberapa besar presentase laba yang dibagikan untuk pemegang saham dan presentase laba yang digunakan untuk kepentingan investasi perusahaan. Presentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham tersebut dapat dilihat melalui "*dividen payout ratio*" perusahaan. Dalam *substitution hypothesis* adanya perbedaan pajak antara dividen

dan *capital gain* menjadi alasan yang mendasari perusahaan dalam memutuskan apakah akan mendistribusikan kekayaannya kepada pemegang saham melalui dividen atau dengan *buyback*.

## **2.6 Undervaluation**

*Undervaluation* merupakan kondisi dimana harga saham perusahaan dinilai terlalu rendah dibandingkan nilai bukunya. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai *market to book* yang rendah. Perusahaan dengan nilai rasio *market to book* yang rendah adalah cenderung untuk melakukan *buyback* karena saham mereka dinilai terlalu rendah dibandingkan dengan nilai bukunya. Reddy Yarram (2014) menyatakan bahwa *undervaluation* adalah suatu motif untuk melakukan *buyback* saham suatu perusahaan dengan cara mengirimkan sinyal ke pasar dengan maksud untuk meningkatkan nilai saham perusahaan.

## **2.7 Free cash flow**

Arus kas bebas atau *free cash flow* sangat penting bagi perusahaan karena memungkinkan perusahaan memanfaatkan peluang yang bisa meningkatkan nilai pemegang saham (Guinan, 2010). Menurut (Guinan, 2010) *Free cash flow* adalah

“Free Cash Flow adalah arus kas yang menggambarkan berapa kas yang mampu dihasilkan perusahaan setelah mengeluarkan sejumlah uang untuk menjaga dan mengembangkan asetnya”.

Adanya *free cash flow*, perusahaan memiliki pilihan untuk mendistribusikan kas tersebut untuk pembagian dividen, laba yang ditahan, dan *buyback* saham perusahaan. Tentunya, perusahaan dapat menentukan kebijakan apa yang dipilih atas *free cash flow* tersebut sesuai dengan kondisi yang terjadi dalam perusahaan.

Rahmadhani dan Mawardi (2016) menyatakan bahwa adanya kelebihan kas atau modal yang tercermin dalam *free cash flow* mempengaruhi perusahaan dalam melakukan *buyback*. Berdasarkan hasil penelitiannya (Evans, Evans, dan Gentry, 2003) menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan penggerak utama yang mempengaruhi keputusan *buyback* dalam sebuah perusahaan.

## **2.8 Earning per share**

Menurut (Noviana, 2017) *Earning per share* ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba per saham akan membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan, karena hal itu mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memberikan keuntungan kepada pemegang sahamnya. *Earning per share* memberikan informasi kepada para pihak luar (ekstern) seberapa jauh kemampuan perusahaan menghasilkan laba untuk tiap lembar yang beredar. *Earning per share* (EPS) merupakan komponen penting pertama yang harus diperhatikan dalam analisis perusahaan. EPS merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan (return) yang diperoleh investor atau pemegang saham per lembar saham (Tjipto dan Fakhrudin, 2001). Para calon pemegang saham tertarik dengan *earning per share* yang besar, karena hal ini merupakan salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan (Lukman Syamsudin, 2002).

Laba per lembar saham (EPS) dapat menunjukkan tingkat kesejahteraan perusahaan, jadi apabila laba per lembar saham (EPS) yang dibagikan kepada para investor tinggi maka menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu memberikan tingkat kesejahteraan yang baik kepada pemegang saham, sedangkan laba per

lembar saham (EPS) yang dibagikan rendah maka menandakan bahwa perusahaan tersebut gagal memberikan kemanfaatan sebagaimana diharapkan oleh pemegang saham.

## **2.9 Tinjauan Penelitian Terdahulu**

Reddy Yarram (2014) meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh keputusan *buyback* saham di Australia. Sampel terdiri dari semua perusahaan non-keuangan yang termasuk dalam *Australian All Ordinaries Index (AOI)* untuk periode 2004-2010. Sampel pembelian kembali terdiri dari 104 pembelian kembali yang dilakukan oleh 62 perusahaan. Model panel probit digunakan untuk menganalisis keputusan membeli kembali saham di pasar. Hasil analisis menunjukkan *size* dan *board independence* berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan *buyback* di Australia.

Jansson dan Larsson-Olaison (2010) meneliti tentang *The Effect of Corporate Governance on Stock Repurchases: Evidence from Sweden*. Sampel terdiri dari semua perusahaan yang terdaftar di SSE untuk periode 2000 – 2004. Hasil penelitian menemukan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap *buyback*, sehingga keduanya tidak saling menyubstitusikan.

Ana Mufidah (2011) meneliti tentang *Stock repurchase* dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Populasi penelitian yaitu perusahaan-perusahaan yang melaksanakan *stock repurchase* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2003 sampai dengan tahun 2009. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh

secara parsial terhadap *stock repurchase*, sedangkan *undervaluation* dan *leverage* tidak berpengaruh secara parsial terhadap *stock repurchase*.

Ardana dan Rasyid (2013) meneliti tentang *Stock Undervaluation*, *Debt to Assets Ratio* dan *Cash Flow* untuk Memprediksi *Stock Repurchase*. Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2002-2009. Sampel dipilih dari perusahaan-perusahaan yang melakukan *Stock Repurchase* selama periode 2002-2009. Uji hipotesis menggunakan uji F dan uji t dari model regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Stock Undervaluation*, *Debt To Asset Ratio* dan *Cash Flow* tidak dapat digunakan untuk memprediksi *Stock Repurchase*.

Jiang et al (2013) meneliti tentang *Share repurchases, catering, and dividend substitution*. Sampel penelitian tersebut mencakup perusahaan dengan data yang tersedia dari Compustat dan CRSP yang memiliki kode saham 10 atau 11. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dividen payout ratio* dan *Market to book ratio* berpengaruh terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan *buyback* saham.

Rahmadhani dan Mawardi (2016) meneliti tentang analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *share repurchase*. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *dividen payout ratio*, *market to book ratio*, *free cash flow*, *firm size*, dan *debt to equity ratio*. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan *share repurchase* pada periode 2008-2014. Sampel dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dan analisis data menggunakan regresi linier berganda. Hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow*, *Firm size*, berpengaruh positif dan signifikan terhadap *share repurchase*. *Dividen payout ratio*, *Market to book ratio* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *share repurchase*. *Debt to equity ratio* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *share repurchase*.

Suranta dkk (2012) meneliti tentang Keputusan Perusahaan Melakukan *Share Repurchase: Free cash flow Hypothesis* Ataukah *Signaling Theory*. Variabel independen penelitian ini adalah *Free cash flow*, *Signaling Theory*, *Leverage*, *Earnings per share*, *Dividend*. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham dan perusahaan pembanding tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004 sampai 2009. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 38 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan Keputusan perusahaan melakukan *share repurchase* lebih disebabkan pada permasalahan *undervalued* dari nilai perusahaan dan *size* perusahaan.

Tabel 2.1 Rekapitulasi Penelitian Terdahulu

No	Penulis dan Tahun	Judul	Variabel	Hasil
1.	Yarram (2014)	<i>Factors Influencing On-market Share Repurchase Decisions in Australia</i>	<i>Size, free cash flow, changes in cash flow, ratio of earnings to price, market value book value, leverage, dividend payout, franking proportion, takeover, ESOP, board size, board independence, CEO duality</i>	<i>Size dan board independence</i> mempengaruhi keputusan <i>buyback</i> . Variabel selain <i>size</i> dan <i>board independence</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan <i>buyback</i> saham.

No	Penulis dan Tahun	Judul	Variabel	Hasil
2.	Jansson dan Olaison (2010)	<i>The Effect of Corporate Governance on Stock Repurchases: Evidence from Sweden</i>	<i>Leverage, FCF, dividend, firm valuation, take-over threats</i>	Dividen berkorelasi positif dengan <i>buyback</i> sehingga keduanya tidak saling menysubstitusikan.
3.	Jiang et al (2013)	<i>Share repurchases, catering, and dividend substitution</i>	<i>Dividen payout ratio, market to book ratio</i>	<i>Dividen payout ratio</i> dan <i>Market to book ratio</i> berpengaruh terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan <i>buyback</i> saham
4.	Mufidah (2011)	<i>Stock Repurchase dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya</i>	<i>FCF, undervaluation dan leverage</i>	<i>free cash flow</i> berpengaruh secara parsial terhadap <i>stock repurchase</i> , sedangkan <i>undervaluation</i> dan <i>leverage</i> tidak berpengaruh secara parsial terhadap <i>stock repurchase</i> .
5.	Ardana dan Rasyid (2013)	<i>Stock Undervaluation, Debt to Assets Ratio dan Cash Flow untuk Memprediksi Stock Repurchase pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2002-2009</i>	<i>Stock undervaluation, debt to asset ratio dan cash flow</i>	Hasil pengujian menunjukkan <i>Stock Undervaluation, Debt to Assets Ratio, dan Cash flow</i> tidak dapat digunakan untuk memprediksi <i>stock repurchase</i> .
6.	Rahmadhani dan Mawardi (2016)	<i>Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Share Repurchases (Studi pada Perusahaan Non-Kuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2014)</i>	<i>Dividen Payout Ratio, Market to Book Ratio, Free cash flow, Firm Size, Debt to Equity Ratio</i>	<i>Dividen Payout Ratio</i> dan <i>Market to Book Ratio</i> berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap <i>share repurchase</i> . Sedangkan <i>Free cash flow</i> dan <i>Size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>share repurchase</i> . <i>Debt to Equity Ratio</i> berpengaruh negatif namun tidak

No	Penulis dan Tahun	Judul	Variabel	Hasil
				signifikan terhadap <i>share repurchase</i>
7.	Suranta, dkk (2012)	Keputusan Perusahaan Melakukan <i>Share Repurchase</i> : <i>Free cash flow Hypothesis</i> Ataukah <i>Signaling Theory</i>	<i>Free cash flow, Signaling Theory, Leverage, Earnings per share, Dividend</i>	<i>Free cash flow</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>share repurchase</i> . <i>Leverage</i> dan <i>Earning per share</i> berpengaruh negatif terhadap <i>share repurchase</i> . Dividen berpengaruh positif terhadap keputusan <i>share repurchase</i> .

## 2.10 Hipotesis Penelitian

### 2.10.1. Pengaruh DPR terhadap *buyback* saham

*Free cash flow* merupakan kas yang tersedia dan harus dibagikan kepada pemegang saham, misalnya dengan pembayaran dividen dan pembelian kembali saham. Menggantikan dividen tunai dengan *buyback* sebagai alat dalam mendistribusikan laba yang dimiliki perusahaan menjadi salah satu faktor dilaksanakannya *buyback*. Dalam *tax differential theory*, terdapat perbedaan beban pajak yang harus ditanggung investor antara dividen kas dengan *capital gain*. Pada umumnya tingkat pajak *capital gain* jauh lebih rendah daripada tingkat pajak dividen kas, sehingga investor cenderung untuk memilih *capital gain* daripada dividen kas. Dalam *substitution hypothesis*, perusahaan akan lebih memilih untuk mendistribusikan labanya kepada para investor melalui *buyback*, dengan alasan yang sama yaitu adanya tingkat perbedaan pajak antara dividen dan *capital gain* (Dittmar, 2000) dan (Jensen, 1986).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Jiang et al., 2013) menyatakan bahwa *dividen payout ratio* berpengaruh terhadap keputusan *buyback*. Hasil tersebut membuktikan *substitution hypothesis* dimana perusahaan menggantikan dividen dengan *buyback* dalam mendistribusikan laba kepada investor. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: *Dividen Payout Ratio* berpengaruh negatif terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan *buyback* saham

### **2.10.2. Pengaruh *Undervaluation* terhadap *buyback* saham**

Hipotesis *Undervaluation* didasarkan pada bahwa adanya asimetri informasi antara manajemen dengan perusahaan. Ketika perusahaan mengetahui harga saham perusahaan mengalami *undervalued*, maka perusahaan mengirim sinyal kepada pasar atau pemegang saham melalui kebijakan *buyback*. Akibat dari kebijakan *buyback* tersebut, maka harga saham perusahaan mengalami kenaikan yang dapat memperbaiki asimetri yang terjadi. Hasil penelitian (Jiang et al., 2013) dan (Dittmar, 2000) bahwa *Undervaluation* berpengaruh terhadap keputusan melakukan kebijakan *buyback*. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H2: *Undervaluation* berpengaruh negatif terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan *buyback* saham

### **2.10.3. Pengaruh *Free cash flow* terhadap *buyback* saham**

Hipotesis *free cash flow* didasarkan pada berkembangnya ide bahwa perusahaan lebih baik menginvestasikan kelebihan kasnya dalam bentuk investasi saham perusahaan tersebut jika tidak ada jenis investasi yang menghasilkan return

yang diharapkan (Jensen, 1986). Perusahaan yang memiliki kelebihan kas dapat terjadi konflik keagenan antara manager dengan pemegang saham. Menurut Jensen (1986) untuk menyelesaikan konflik keagenan tersebut dapat dengan cara meminimalisasi jumlah kas yang ada pada perusahaan. Cara meminimalisasi jumlah kas perusahaan dengan kebijakan *buyback*. Adanya kebijakan *buyback* saham maka akan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan tersebut melakukan *buyback* dengan *free cash flow* yang dimiliki.

Menurut (Rahmadhani & Mawardi, 2016) dan (Ana Mufidah, 2011) mengatakan bahwa *Free cash flow* yang ada pada perusahaan berpengaruh pada keputusan dalam melakukan *buyback* karena dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi pada manager dan pemegang saham. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H3: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan *buyback* saham

#### **2.10.4. Pengaruh *Earning per share* terhadap *buyback* saham**

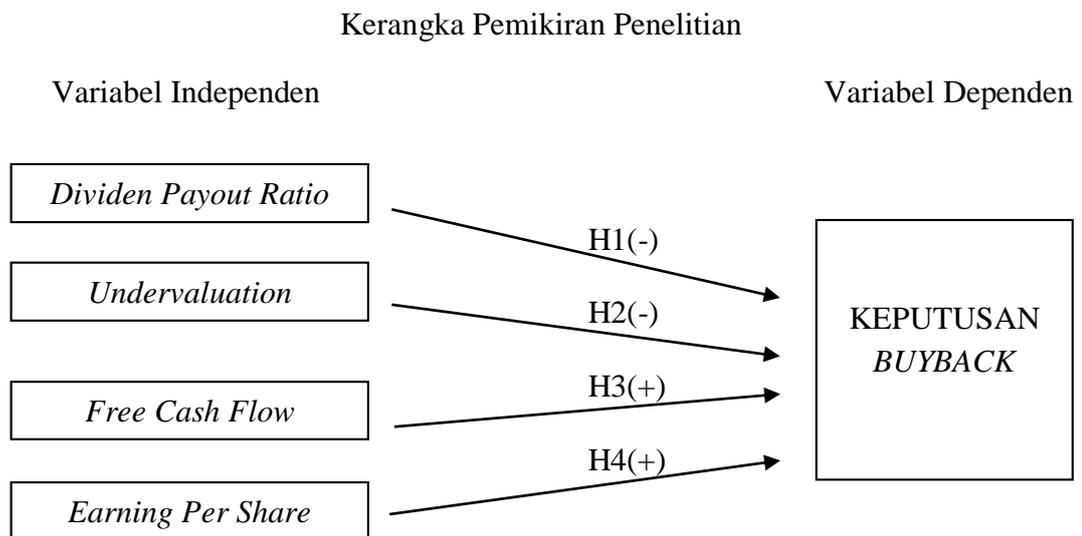
Informasi EPS suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan. *Earning per share* merupakan suatu rasio yang memperlihatkan tingkat pendapatan per jumlah saham yang beredar. *Buyback* akan melakukan pengurangan jumlah saham yang beredar dengan membeli saham tersebut dipasaran. Sehingga pembagi dari laba dikurangi pajak tersebut semakin kecil, dan hasil dari EPS tersebut semakin besar (Nadarajan dan Ahmad, 2009; Ramakrishnan et al., 2007). Perusahaan yang mengalami peningkatan EPS dari tahun ke tahun memberikan sinyal kepada

investor bahwa perusahaan tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan mampu menghasilkan kenaikan laba secara konsisten. Berdasarkan penjelasan diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H4 : *Earning per share* berpengaruh positif terhadap keputusan perusahaan dalam melakukan *buyback* saham

### 2.11 Kerangka Pemikiran Teoritis

Dari uraian yang telah dijelaskan diatas, maka dapat disusun kerangka konseptual penelitian sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian

