

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, UKURAN PERUSAHAAN DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013-2015

Ashla Rahmi Tamalla, Hj. Maslichah dan

M. Cholid Mawardi

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Malang

ABSTRACT

This study examines the influence of ownership structure, size, and free cash flow on firms in Indonesia for their stock repurchase policy aimed to distribute excess funds to stockholder. Ownership structure studied consist of institutional ownership. Sample of this study consist of 15 comp[anies listed in the Indonesia Stock Exchange that repurchased their stock during the period of 2013-2015. The result showed that institutional investors and managerial ownership negatively affect the stock repurchase. And the free cash flow and size have positively affect the stock repurchase. The amount of influence ownership structure, size, and free cash flow their sto[ck repurchase is 23,3%. While the influence of the remaining 76,7% is explained by other variables outside the regression equation.

Keyword : Stock Repurchase, Ownership Structure, Institutional Investors, Manajerial ownership, SIZE, and Free Cash Flow

PENDAHULUAN

Pembelian kembali Saham (*Stock Repurchase*) merupakan suatu transaksi dimana suatu perusahaan membeli kembali sahamnya sendiri, sehingga menurunkan jumlah lembar saham beredar, meningkatkan EPS, dan, sering kali, menaikkan harga saham. Beberapa tahun yang lalu suatu artikel majalah *Fortune* berjudul “Beating the Market by Buying Back Stock” membahas fakta bahwa selama periode satu tahun, lebih dari 600 perusahaan besar membeli kembali sahamnya sendiri dalam jumlah yang signifikan. Hal ini juga memberikan ilustrasi tentang beberapa program pembelian kembali perusahaan secara spesifik dan dampak program-program tersebut pada harga saham (Brigham & Weston, 2011: 222). Peraturan terkait pembelian saham mulai diperkenalkan di Indonesia sejak tahun 1998 seiring meningkatnya pembelian kembali saham oleh perusahaan dan meningkatnya kebutuhan terhadap *Good Corporate Goernance* untuk melindungi pemegang saham miniritas dengan dikeluarkannya keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-45/PM/1998 pada 14 Agustus tentang pembelian kembali.

Pada Desember 2008, turunnya harga saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) menyebabkan Bapepam-LK mengeluarkan peraturan nomor XI.B.3 yang diterbitkan tanggal 9 Oktober 2008 tentang Pembelian Kembali Saham Perusahaan Publik Dalam Kondisi Pasar yang Berpotensi Krisis. Tujuan diterbitkannya peraturan tersebut adalah untuk mengurangi dampak pasar yang berfluktuasi secara signifikan. Pada kondisi tersebut diperlukan kemudahan bagi perusahaan publik untuk melakukan aksi korporasi pembelian kembali saham tanpa melanggar ketentuan tentang perdagangan saham. Peraturan ini mengakibatkan bertambahnya jumlah perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham dibandingkan dengan tahun sebelumnya.

Pada tanggal 13 April 2010 Bapepam-LK mengeluarkan *press release* peraturan nomor XI.B.2 tentang Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan Oleh Emiten atau Perusahaan Publik, yang merupakan penyempurnaan peraturan sebelumnya dan memuat pencabutan atau tidak berlakunya peraturan nomor XI.B.3 (Jakarta: Bapepam-LK, 2010).

Pada Agustus 2013, IHSG turun hingga 23.91% atau sebesar 1.247,134 poin sejak 20 Mei hingga 27 Agustus 2013 (Ririn, 2013). Kondisi selama 3 bulan terakhir penurunan sudah mencapai 23,9%. Kondisi ini diperburuk dengan pertimbangan tekanan global dan domestik yang masih berlanjut, kemudian dianggap sebagai kondisi lain yang memperbolehkan dilakukannya pembelian kembali saham. Sebagai langkah awal untuk menanggulangi dampak krisis di pasar modal, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengeluarkan peraturan nomor 2/POJK.04/2013. Peraturan ini berisi tentang pembelian kembali saham yang dikeluarkan oleh emiten atau perusahaan publik dalam.

Menurut Novitasari (2014), adanya peraturan terkait dengan pembelian kembali saham yang terus diperbarui, menandakan bahwa aksi korporasi pembelian kembali saham merupakan sebuah alternatif kebijakan yang perlu diperhatikan oleh emiten. Pada saat krisis aksi pembelian kembali saham menjadi sebuah kebijakan yang digunakan untuk mengurangi dampak pasar yang berfluktuasi secara signifikan. Pembelian kembali saham juga menjadi alternatif yang baik bagi perusahaan dalam mendistribusikan kelebihan dananya kepada pemegang saham.

Pembelian saham kembali dilakukan untuk menyediakan saham bagi rencana opsi yang dimiliki manajemen. Dengan cara ini, jumlah saham yang beredar tidak akan meningkat melalui hak opsi. Alasan lain dilakukannya pembelian kembali saham adalah untuk menyediakan saham bagi akuisisi yang ingin dilakukannya perusahaan. Selain itu, perusahaan publik yang ingin melakukan swastanisasi akan membeli kembali saham perusahaan yang dimiliki para pemegang saham. Pembelian kembali saham juga dapat dilakukan karena perusahaan ingin melakukan penarikan dan penghentian saham. Jika dilihat dari kas total yang yang didistribusikan kepada pemegang saham melalui deviden kas, pembelian kembali saham dan penawaran tender kas sehubungan dengan akuisisi, deviden kas hanya merupakan salah satu mekanisme distribusi kas (Horne & Wachowicz, 1998:513).

Menurut *signaling hypothesis*, pembelian kembali saham oleh perusahaan sebagai indikasi bahwa saham dinilai terlalu rendah atau *undervalue* (Vermaelen, 1981). Perusahaan

membeli kembali sahamnya setelah terjadi penurunan pada harga sahamnya dan harga menjadi lebih stabil setelah pembelian kembali saham (Gingliner & Hamon, 2006). Jadi, pembelian kembali saham ini bisa sebagai strategi untuk mempertahankan likuiditas saham perusahaan atau bahkan meningkatkannya. Pengumuman pembelian kembali saham juga memberikan isyarat bahwa perusahaan memiliki *free cash flow* yang berlebih atau tingkat profitabilitas perusahaan sedang dalam kondisi yang baik. Oleh karena itu, kemudian dari harga saham akan meningkat dan diharapkan kemakmuran pemegang saham akan meningkat pula.

Menurut El Houcine (2013) dalam (Perdana dan Harahap, 2014) segala bentuk pendistribusian *cash flow (payout)* kepada pemegang saham merupakan mekanisme yang efisien untuk mengurangi konflik keagenan. Pembelian kembali saham beredar merupakan salah satu bentuk pendistribusian *cash flow* kepada pemegang saham yang digunakan sebagai instrument oleh perusahaan untuk memberikan informasi kepada pemegang saham. Mereka menganggap bahwa dengan pembelian kembali saham sebagai suatu sinyal atas kondisi dan prospek perusahaan.

Menurut *free cash flow theory*, reaksi pasar pada saat pengumuman pembelian kembali saham berhubungan dengan ketersediaan *excess cash flow* atau disebut juga *free cash flow* sebagai sisa dari *cash flow* yang telah digunakan untuk membiayai semua proyek perusahaan dengan nilai NPV positif. Jensen (1986) dalam (Perdana dan Harahap, 2014) berpendapat bahwa *free cash flow* ini akan menimbulkan konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Para pemegang saham akan lebih memilih agar setiap *free cash flow* perusahaan dibagikan baik dalam bentuk dividen atau dalam bentuk pembelian kembali saham, tetapi biasanya perusahaan lebih tertarik menggunakan *free cash flow* tersebut untuk meningkatkan pendapatan perusahaan.

Penelitian ini merupakan replika dari penelitian Perdana dan Harahap (2014) yang dilakukan untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan pembelian kembali saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Peneliti ini juga mengambil sampel dari perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan rentang waktu yaitu tiga tahun untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, *free cash flow* terhadap kebijakan pembelian kembali saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan latar belakang diatas maka perumusan masalah (1) Apakah struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham? (2) Apakah kepemilikan investor institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham? (3) Apakah kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham? (4) Apakah ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham? (5) Apakah *free cash flow* memiliki pengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham?

TINJAUAN TEORITIS

a. Pembelian Kembali Saham (*Stock Repurchase*)

Pembelian kembali saham (*stock repurchase*) yaitu suatu transaksi dimana suatu perusahaan membeli kembali sebagian dari sahamnya sendiri, sehingga mengurangi jumlah saham yang beredar, menaikkan laba per saham (EPS), dan sering kali, menaikkan harga saham tersebut (Brigham dan Weston:222).

Ada dua jenis utama dari pembelian kembali saham:

1. Situasi dimana perusahaan mempunyai persediaan tunai untuk dibagikan kepada pemegang sahamnya, dan perusahaan itu mendistribusikan uang tunai tersebut dengan jalan membeli kembali saham, bukan dengan membayar dividen tunai.
2. Situasi dimana perusahaan tersebut menyimpulkan bahwa struktur modalnya terlalu banyak dibebani dengan ekuitas, dan Karena itu perusahaan tersebut melakukan pinjaman dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali sahamnya..

Saham yang telah dibeli kembali oleh perusahaan disebut saham perbendaharaan (*treasury stock*). Jika sebagian saham yang beredar dibeli kembali maka makin sedikit jumlah saham yang beredar. Dengan mengasumsikan bahwa pembelian kembali saham tersebut tidak menimbulkan pengaruh yang merugikan terhadap laba yang bakal diperoleh perusahaan, laba per saham atas saham yang tersisa akan meningkat, mengakibatkan harga per saham yang semakin tinggi di bursa. Akibatnya, kenaikan nilai modal akan menggantikan dividen (Brigham dan Weston, 1990 :222).

b. Teori Keagenan

Isu dalam suatu sistem pengawasan adalah masalah hubungan keagenan yang digambarkan oleh Jensen dan Meckling (1976), dalam kerangka hubungan keagenan (*agency theory*), timbulnya masalah keagenan disebabkan karena konflik kepentingan antara *principal* dan agen, kontrak yang tidak lengkap, serta adanya asimetri informasi. Masalah keagenan yang terjadi antara investor (sebagai *prinsipal*) dan manajemen (sebagai *agen*) tertentu dapat menyebabkan timbulnya biaya keagenan (*agency cost*). Konsep *agency theory* menurut Anthony dan Govindarajan, (1995) adalah hubungan atau kontrak antara prinsipal dan agen. Prinsipal mempekerjakan agen untuk melakukan tugas untuk kepentingan prinsipal, termasuk pendelegasian otoritas pengambilan keputusan dari prinsipal kepada agen.

c. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Wahidahwati, 2002) dalam Khairul (2010).

Menurut Sartono (2001) dalam Khairul (2010) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai prosentase suara yang berkaitan dengan saham yang dimiliki manajerial dan direksi perusahaan. Menurut Moh'd, Penry dan Rimbey (1995) dalam Khairul berpendapat bahwa semakin besar *inside* sebagai sinyal tentang kualitas perusahaan. Seorang manajer hanya akan mau menginvestasikan sejumlah besar kekayaan ke dalam perusahaan jika ia yakin bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek pertumbuhan yang baik dan akan berhasil.

d. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah merupakan prosentase dalam perusahaan yang dimiliki investor institusional baik LSM, pemerintah (BUMN) maupun swasta (Bhatala dan Rao, 1994 dalam Khairul, 2010).

Institutional ownership menunjukkan proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun dalam persen (Wahidahwati, 2002 dalam Khairul, 2010). Kepemilikan institusional adalah pemegang saham dari pihak perorangan atau perusahaan yang menyertakan saham atau modalnya pada suatu perusahaan (Djakman, 1996 dalam Khairul, 2010).

e. Ukuran Perusahaan

SIZE (ukuran perusahaan) perusahaan didefinisikan sebagai total aktiva perusahaan dan dioperasikan sebagai logaritma total aktiva (LnTA). Faktor ini menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang mapan dan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal, sedangkan perusahaan kecil tidak mudah. Kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dapat diartikan adanya fleksibilitas dan kemampuan perusahaan untuk menciptakan hutang atau akan memunculkan dana yang lebih besar dengan catatan perusahaan tersebut memiliki rasio pembayaran deviden lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Gugler dan Yurtgoul (2001) dalam Kurniawan, dkk (2016) menemukan bahwa *dividend payout ratio* dipengaruhi secara negative oleh size perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan cenderung mengurangi mengurangi pembagian dividennya. Kemungkinan hal ini disebabkan karena pada perusahaan besar, manajemen mampu memanfaatkan *cash flow* untuk kepentingan pribadi karena pemegang saham tidak mampu mengendalikan perilaku manajemen.

f. Teori Free Cash Flow

Damodaran (1997) menjelaskan bahwa “Teori Free Cash Flow menggambarkan bahwa arus kas berasal dari operasi dan penggunaannya berada di bawah control manajemen perusahaan, manajer menggunakan kas bebas untuk membiayai proyek, membayar deviden kepada pemegang saham, atau menahannya sebagai saldo kas”.

Teori *free cash flow* menyatakan bahwa manajer yang memiliki arus kas bebas terlalu banyak, akan cenderung melakukan investasi secara tidak optimal. Pada

dsarnya, *free cash flow* seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham, karena perusahaan tidak dapat menginvestasikan yang memiliki NPV positif, tetapi membayarkan kelebihan kasnya kepada pemegang saham yang berarti mengurangi dana dibawah control manajemen. Membatasi kemampuan manajer untuk mendorong pertumbuhan dan meningkatkan kemungkinan harus menggunakan dana eksternal untuk membiayai investasi proyek yang akan datang.

Perumusan Hipotesis

Berdasarkan latar belakang masalah, rumusan masalah, dan tujuan penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H₁ : Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan kembali saham
- H_{1a} : Kepemilikan Manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pembelian kembali saham
- H_{1b} : Kepemilikan Institusional berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pembelian kembali saham
- H_{1c} : Ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pembelian kembali saham
- H_{1d} : *Free Cash Flow* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pembelian kembali saham

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian

Berdasarkan jenis penelitian, penelitian ini menggunakan penelitian empiris. Penelitian empiris (*empirical research*) merupakan penelitian terhadap fakta empiris yang diperoleh berdasarkan observasi atau pengalaman. Penelitian ini menggunakan metode pendekatan kuantitatif. Sebagaimana yang telah dikemukakan oleh Indriantoro dan Supomo (2014:12) yaitu penelitian yang menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik.

Lokasi dan Waktu Penelitian

Lokasi penelitian ini dilakukan di Galeri Investasi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Malang, Jalan MT. Haryono No. 193 Malang melalui akses pada situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id. Penelitian ini dilakukan mulai bulan Agustus 2016 sampai dengan Juni 2017.

Sampel Penelitian

Data penelitian ini merupakan data sekunder. Data yang akan digunakan adalah laporan keuangan tahunan perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham dan terdaftar di bursa efek Indonesia untuk tahun yang berakhir tahun 2013 sampai dengan 2015. Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel yang representative sesuai dengan kriteria yang ditentukan.

Adapun kriteria yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015
2. Perusahaan yang dijadikan sampel yaitu perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham periode 2013-2015.
3. Perusahaan yang digunakan merupakan perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015.
4. Perusahaan yang membuktikan laporan keuangan untuk periode yang berakhir tanggal 31 Desember tahun 2013-2015.

Definisi Operasional Variabel

1. *Net Repurchase* merupakan pembelian kembali saham yang diukur menggunakan jumlah saham yang dibeli kembali oleh perusahaan selama satu tahun, kemudian dikurang dengan saham yang terjual dan ditransfer.
2. Kepemilikan Investor Institusional

Variabel kepemilikan investor institusional (INS) merupakan persentase dari saham perusahaan yang dipegang oleh investor institusional, yang diukur dengan dengan jumlah saham yang dipegang oleh investor institusional dibagi dengan total jumlah saham perusahaan yang beredar pada 31 Desember. Jumlah saham yang dipegang oleh investor institusional diidentifikasi dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang bersangkutan.

$$INS = \frac{\text{Jumlah saham yang dipegang oleh institusi}}{\text{Total jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Allen *et al.* (2000) menunjukkan bahwa pemegang saham institusional lebih mampu untuk mengontrol manajer daripada pemegang saham lainnya. Mereka memiliki posisi istimewa terhadap akses ke data perusahaan sehingga mereka akan lebih berpengaruh mengenai keputusan keuangan perusahaan, khususnya perusahaan, khususnya kebijakan distribusi dalam bentuk pembelian kembali saham.

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah besarnya jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan yaitu Dewan Komisaris dan Direktur. Pengukurannya dilakukan dengan cara menentukan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh

dewan komisaris dan direktur dibagi dengan jumlah keseluruhan lembar saham yang beredar.

$$MNG = \frac{\text{Jumlah saham oleh direksi, dan komisaris}}{\text{Total jumlah saham}}$$

Menurut *theory of interest convergence* (Jensen dan Meckling, 1976), kepemilikan bagian modal perusahaan oleh manajer merupakan pendorong yang baik untuk menjalankan perusahaan selaras dengan kepentingan pemegang saham. Dengan semakin banyaknya bagian modal perusahaan yang dimiliki oleh manajer, tingkat divergensi (persebaran) kepentingan antara pemegang saham dan manajer akan semakin rendah. Oleh karena itu, fungsi dari kebijakan pembelian kembali saham sebagai mekanisme control menjadi tidak berguna.

4. Ukuran Perusahaan

Pada variabel *Ukuran Perusahaan = Ln (Total Asset)* nya ukuran perusahaan berdasarkan total aset yang tertera pada laporan keuangannya. Pengukuran pada ukuran perusahaan diproksikan dengan nilai logaritma dari total aset perusahaan. Penggunaan logaritma natural ini bertujuan untuk menghaluskan besarnya angka dan menyamakan ukuran saat regresi. Ukuran perusahaan dilambangkan dengan SIZE.

5. Free Cash Flow

Variabel ini menunjukkan kas yang tersedia atau dipegang oleh manajer untuk memenuhi kebutuhan perusahaan setelah dikurangi untuk pengeluaran pendanaan dan pengeluaran pemeliharaan modal (*discretionary funds*) yang diukur berdasarkan laba bersih dikurang dividend an ditambah dengan depresiasi kemudian dibagi dengan total asset perusahaan. *Free cash flow* dilambangkan dengan (FCF).

$$FCF = \frac{\text{Net Profit} - \text{dividends} + \text{depreciant ions}}{\text{Total jumlah saham}}$$

Hasil dan Pembahasan

a. Uji Normalitas Data penelitian

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		KI	KM	SIZE	FCF
N		51	51	51	51
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000	,0000000	,0000000	,0000000
	Std. Deviation	2,23800914	2,24137546	2,20299016	2,18501507
Most Extreme Differences	Absolute	,125	,118	,143	,095
	Positive	,125	,118	,143	,095
	Negative	-,071	-,081	-,096	-,054
Test Statistic		,125	,118	,143	,095
Asymp. Sig. (2-tailed)		,066 ^c	,075 ^c	,051 ^c	,200 ^{c,d}

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.
- d. This is a lower bound of the true significance.

Berdasarkan hasil uji normalitas diatas menggunakan uji kolmogorof-smirnov dapat dilihat bahwa hasil ata tersebut adalah normal karen Asymp. Sig (2.tailed) diatas 5% atau 0,05% sehingga pengujian layak untuk dilanjutkan.

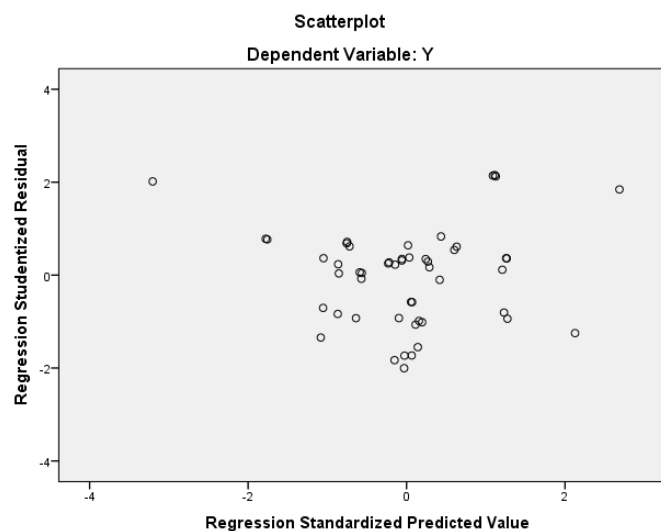
b. Uji Asumsi Klasik

		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	KI	,909	1,100
	KM	,932	1,073
	SIZE	,586	1,706
	FCF	,581	1,722
a. Dependent Variable: Y			

Dari hasil tabel diatas dapat diketahui variabel bebas dalam penelitian ini memiliki Variance Inflation Factor lebih kecil dari 10, sehingga dapat dikatakan tidak terdapat gejala multikolinearitas antara variabel bebas dalam penelitian ini.

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,483 ^a	,233	,167	2,04631	1,862
a. Predictors: (Constant), FCF, KM, KI, SIZE					
b. Dependent Variable: Y					

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan pada tabel diatas diketahui bahwa nilai Durbin Watson hasil pengujian diantara $du < dw < 4-du$ maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada model regresi yang terbentuk.



Berdasarkan grafik scatterplot tersebut terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi ini.

c. Uji Hipotesis

1. Uji Simultan (Uji F)

Pengujian secara simultan dilakukan untuk menunjukkan apakah semua variabel yang digunakan dalam model regresi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel Y (pembelian kembali saham). Semua variabel tersebut diuji secara serentak dengan menggunakan uji F.

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	58,609	4	14,652	3,499	,014 ^b
	Residual	192,620	46	4,187		
	Total	251,229	50			
a. Dependent Variable: Y						
b. Predictors: (Constant), FCF, KM, KI, SIZE						

Berdasarkan tabel 6 di atas dapat dilihat bahwa diperoleh nilai F_{hitung} (3,499) dan memiliki nilai signifikansi 0.014 yang lebih kecil dari α (0.05), sehingga **H₀ ditolak** dan **H₁ diterima**. Artinya bahwa secara simultan / bersama-sama, variabel bebas yaitu KM, KI, Size, dan FCF berpengaruh secara signifikan terhadap variabel Y (pembelian kembali saham).

2. Uji Parsial (Uji t)

Pengujian model regresi secara parsial digunakan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen pembentuk model regresi secara individu memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Untuk menguji hubungan tersebut, digunakan uji t. Variabel independen pembentuk model regresi dikatakan berpengaruh signifikan jika t_{hitung} memenuhi atau *signifikan* $< \alpha = 0.05$.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,227	5,392		,042	,967
	KI	,502	2,006	,034	,250	,803
	KM	-,600	2,817	-,028	-,213	,832
	SIZE	,577	,176	,552	3,271	,002
	FCF	,713	,208	,580	3,422	,001
a. Dependent Variable: Y						

- Dari hasil *output* t diperoleh nilai t hitung untuk Kepemilikan Institusional sebesar 0,250 dan nilai signifikansi 0,803 $> 0,05$ dengan kata lain hipotesis nol **H₀ diterima** dan **H₁ ditolak**. Kesimpulannya bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap pembelian kembali saham.
- Dari hasil *output* t diperoleh nilai t hitung untuk Kepemilikan Manajerial sebesar -0,213 dan nilai signifikansi 0,832 $> 0,05$ dengan kata lain hipotesis nol **H₀ diterima** dan **H₁ diterima**. Kesimpulannya variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap pembelian saham.
- Dari hasil *output* t diperoleh nilai t hitung untuk SIZE sebesar 3,271 dan nilai signifikansi 0,002 $< 0,05$ dengan kata lain hipotesis nol **H₀ ditolak** dan **H₁**

diterima. Kesimpulannya variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembelian saham.

- Dari hasil *output* t diperoleh nilai t hitung untuk FCF sebesar 3,422 lebih dan nilai signifikan sebesar $0,001 < 0,05$ dengan kata lain hipotesis nol **H₀ ditolak** dan **H₁ diterima.** Kesimpulannya variabel *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap pembelian saham.

3. Koefisien Determinasi

Besarnya kontribusi dari variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen, berdasarkan hasil perhitungan dengan nilai koefisien determinasi (R Square) sebesar 0.233. Hasil tersebut menjelaskan sumbangan atau kontribusi dari variabel-variabel bebas (KM, KI, Size, dan FCF) yang disertakan dalam persamaan regresi terhadap variabel Y (pembelian kembali saham) adalah sebesar 23.30%, sedangkan 76,70% lainnya dipengaruhi oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan ke dalam penelitian ini.

Simpulan dan Keterbatasan

a. Simpulan

Tujuan peneliti melakukan penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan pembelian kembali saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015..

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji analisis deskriptif, uji normalitas, uji asumsi klasik (uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas), dan uji hipotesis (uji F, koefisien determinasi, dan uji t) dengan signifikansi 5% (0,05). Sedangkan untuk analisis regresinya menggunakan regresi linear berganda, karena variabel independen (X) lebih dari satu. Berdasarkan hasil uji hipotesis dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Dari hasil uji F, terbukti bahwa seluruh variabel independen yaitu kepemilikan manjerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* dalam penelitian ini secara simultan atau bersama-sama 0,014 berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembelian kembali saham dengan memiliki nilai signifikansi 0.014 yang lebih besar dari α (0.05).
2. Berdasarkan perhitungan R-square (R^2) menunjukkan Besarnya kontribusi dari variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen, dengan nilai koefisien determinasi (R Square) sebesar 0.040. Hasil tersebut menjelaskan sumbangan atau kontribusi dari variabel-variabel bebas (KM, KI, Size, dan FCF)

yang disertakan dalam persamaan regresi terhadap variabel Y (pembelian kembali saham) adalah sebesar 23,3%, sedangkan 76,7% lainnya disumbangkan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan ke dalam persamaan ini.

3. Dari hasil uji t dengan melihat nilai signifikansi, keempat variabel meliputi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham. Sedangkan, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan pembelian kembali saham.

b. Keterbatasan

Walaupun peneliti telah berusaha untuk meminimalisir kesalahan akan tetapi masih ada keterbatasan dalam penelitian ini antara lain:

- a) Penggunaan periode pengamatan tahun 2013-2015 ini relatif pendek mengingat hasil yang akan didapatkan dalam rentang waktu yang panjang akan lebih akurat dibandingkan dengan rentang waktu yang pendek.
- b) Penelitian ini mengabaikan variabel-variabel lain yang mungkin berpengaruh terhadap kebijakan pembelian kembali saham. Hal ini disebabkan banyak hal yang berpengaruh terhadap suatu kebijakan pembelian kembali saham, sehingga peneliti hanya mengambil sebagian untuk memberikan bukti secara empiris mengenai pengaruh struktur kepemilikan, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan pembelian kembali saham.
- c) Penelitian belum mempertimbangkan kondisi ekonomi makro yang mungkin mempengaruhi kebijakan pembelian kembali saham seperti krisis ekonomi dan fluktuasi signifikan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).
- d) Peneliti tidak memasukkan faktor yang memiliki pengaruh kuat seperti *Return on Equity* (ROE) dimana secara berkelanjutan ROE dapat menyebabkan kenaikan harga saham, terutama saat perseroan menghadapi isu mengenai penurunan kinerja Perseroan yang berpotensi menurunkan harga saham perseroan itu sendiri (POJK Nomor 02/POJK/04/2013).

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F. dan Weston, J. Fred. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Horne, James C. Van dan Wachowicz, John M.. 1998. *Prinsip-Prinsip Keuangan*. Edisi Indonesia. Jakarta : Salemba Empat.
- Undang-Undang tentang Pajak Penghasilan. UU No. 36 Tahun 2008.
- Perdana, Awangga. dan Harahap, Siti N. 2014. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Pembelian Kembali Saham Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Indonesia, Jakarta.
- Novitasari, Ovic. 2014. *Pengaruh Arus Kas Bebas, Dividen Per share, Undervaluation, Leverage, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Pembelian Kembali Saham*. Skripsi Jurusan Keuangan Islam Fakultas Syari'ah dan Hukum Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. Yogyakarta
- Kurniawan, Chandra, dkk. 2016. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kinerja Keuangan dan Tingkat Ekonomi Makro Terhadap Kebijakan Buyback*. Fakultas Ekonomi Bisnis Universitas Bina Dharma, .
- Ginglinger, Edith, & Jacques Hamon. 2007. *Actual Share Repurchases, Timing and Liquidity*. *Journal of Banking and Finance*, 31, 915-938.
- Jensen, Michael C., Wiiliam, H. Meckling.1976. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. *Journal of Fianancial Economics*. 3, 305-306.
- Vermaelen, Theo. 1981. *Common Stock Repurchases and Market Signalling*. *Journal of Financial Economics*, 9, 139-183.
- El Houcine, Rim. 2013. *Ownership Structure and Stock Repurchase Policy: Evidence from France*. *Journal of Accounting and Taxation*, 5, 45-54.
- Republik Indonesia, Peraturan OJK Nomor 02/PJOK.04/2013 tentang Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan Oleh Emiten atau Perusahaan Publik dalam Kondisi Pasar yang Berfluktuasi secara signifikan, Bab II, Pasal \$
- Allen, F., A. Bernardo, & I. Welch. 2000. *A Theory of Dividends Based on Tax Clientele*. *Journal of Finance*, 6, 2499-2536.
- Fama, Eugene F., & Kenneth R. French. 2001. *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay*. *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Usmanto, Khairul A.. 2010. *Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Prespektif Teori Keagenan*. Skripsi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Malang.

- Indriantoro, Nur dan Supomo, Bambang. 2014. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi pertama. Yogyakarta : Badan Penerbit Fakultas Ekonomi.
- Ghozali, Imam. 2011. “Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS”. Edisi Kelima. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Grinstein, Yaniv, Roni Michaely. 2005. *Institutional Holdings and Payout Policy*. The Journal of Finance, 60, 1389-1426.