



SKRIPSI – TB 141328

**ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR PADA *AGENCY PROBLEMS*
SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KEPUTUSAN *STOCK REPURCHASE*
DI INDONESIA**

(Studi kasus pada perusahaan di Indonesia Tahun 2002 – 2014)

CHRISTIAN YENDI KURNIAWAN KADANG

NRP. 2512101020

DOSEN PEMBIMBING

NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.

NIP. 19760 7012 0031 2 1002

JURUSAN MANAJEMEN BISNIS

Fakultas Teknologi Industri

Institut Teknologi Sepuluh Nopember

Surabaya

2016



THESIS – TB 141328

**ANALYSIS OF INFLUENCING FACTORS ON AGENCY PROBLEMS
AND ITS IMPACTS TOWARD THE DECISION OF STOCK
REPURCHASE IN INDONESIA**

(A Case Study In Indonesian Companies From 2002 To 2014)

CHRISTIAN YENDI KURNIAWAN KADANG

NRP. 2512101020

SUPERVISOR

NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.

NIP. 19760 7012 0031 2 1002

BUSINESS MANAGEMENT DEPARTMENT

Faculty of Industrial Technology

Sepuluh Nopember Institute of Technology

Surabaya

2016

LEMBAR PENGESAHAN

ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR PADA *AGENCY PROBLEMS* SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KEPUTUSAN *STOCK REPURCHASE* DI INDONESIA

(STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN DI INDONESIA TAHUN 2002-2014)

Oleh :

Christian Yendi Kurniawan Kadang

NRP. 2512101020

**Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen
Program Studi S-1 Jurusan Manajemen Bisnis
Fakultas Teknologi Industri
Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya,
pada tanggal 27 Januari 2015**

**Disetujui Oleh :
Dosen Pembimbing Skripsi**

Pembimbing Utama

Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., M.T.

NIP. 19760 7012 0031 2 1002



ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR PADA AGENCY PROBLEMS SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KEPUTUSAN STOCK REPURCHASE DI INDONESIA

(Studi kasus pada perusahaan di Indonesia Tahun 2002 – 2014)

Nama : Christian Yendi Kurniawan Kadang
NRP : 2512101020
Jurusan : Manajemen Bisnis
Pembimbing : Nugroho Priyo Negoro, S.T, S.E, M.T

ABSTRAK

Agency problems merupakan suatu permasalahan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajemen perusahaan dan *shareholder* maupun *debtholder*. Salah satu alternatif untuk memitigasi *agency problems*, yaitu *stock repurchase* di mana perusahaan membeli kembali saham yang sudah beredar di pasar modal. Dalam melakukan *stock repurchase*, perusahaan perlu mempertimbangkan *managerial discretion*, *ownership structure*, *agency problem*, dan *valuation*, sehingga mampu menunjukkan signal positif dan tingkat kebaikan fundamentalnya kepada pasar. Penelitian ini menggunakan aktivitas *stock repurchase* pada *listed company* di Indonesia dari tahun 2002 hingga 2014.

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan hubungan antar variabel yang mempengaruhi *agency problems* dan pengaruhnya terhadap keputusan *stock repurchase* antara perusahaan milik swasta dan negara. Metode yang digunakan dalam penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya, yaitu *partial least square* (PLS-SEM). Penelitian ini menggunakan 108 aktivitas *stock repurchase*.

Penelitian ini menunjukkan bahwa *agency problems* pada perusahaan di Indonesia dipengaruhi oleh *managerial discretion* dan *ownership structure* khususnya dominasi *institutional holdings*. Sedangkan *stock repurchase* pada perusahaan milik negara dipengaruhi oleh *managerial discretion*. Penelitian ini juga memberikan suatu fakta bahwa perusahaan di Indonesia melakukan *stock repurchase* di saat harga saham *overvalue* karena perusahaan ingin memaksimalkan kesejahteraan *shareholder*.

Kata Kunci : Agency Problems, PLS, Overvalue, Stock Repurchase.

ANALYSIS OF INFLUENCING FACTORS ON AGENCY PROBLEMS AND ITS IMPACTS TOWARD THE DECISION OF STOCK REPURCHASE IN INDONESIA

(A Case Study In Indonesian Companies From 2002 To 2014)

Name : Christian Yendi Kurniawan Kadang
NRP : 2512101020
Department : Business Management
Supervisor : Nugroho Priyo Negoro, S.T, S.E, M.T

ABSTRACT

Agency problems are a problem because of the differences of interest between management, shareholder, and debtholder. An alternative which can mitigate agency problem is stock repurchase that company repurchases their distributed stock in stock exchange. In doing stock repurchase, a company needs to consider managerial discretion, ownership structure, agency problems, and valuation, so the company shows its positive signals and fundamental levels in markets. This research uses stock repurchase activities conducted by Indonesian listed companies from 2002 to 2014.

This research is aimed to prove the correlation of inter variables affecting the decision of stock repurchase in companies belonging privates and state. The method used in this research is different from the previous research, using partial least square (PLS-SEM). This research has used 108 stock repurchase activities.

This research shows that agency problems in Indonesian companies are influenced by managerial discretion and ownership structure especially institutional holdings domination. Meanwhile, stock repurchases in Indonesian state companies are influenced by managerial discretion. This research also shows that Indonesian companies do stock repurchase when the stock is overvalued because these companies want to maximize shareholder wealth

Keywords : Agency Problems, PLS, Overvalue, Stock Repurchase.

KATA PENGANTAR

Segala puji syukur terhadap Tuhan Yang Maha Esa yang telah memberikan anugerah, rahmat, dan kasih sayang-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan laporan skripsi yang berjudul “ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR PADA *AGENCY PROBLEMS* SERTA DAMPAKNYA TERHADAP KEPUTUSAN *STOCK REPURCHASE* DI INDONESIA” dengan tepat waktu.

Terima kasih penulis ucapkan kepada pihak-pihak yang telah membantu penulis dalam menyelesaikan penelitian ini, yaitu :

1. Bapak Nugroho Priyo Negoro S.T, S.E, M.T. selaku dosen pembimbing penulis yang telah sabar membimbing penulis hingga akhir penulisan penelitian.
2. Bapak Dr. Imam Baihaqi, S.T., M.Sc. selaku Ketua Jurusan Manajemen Bisnis ITS yang telah banyak berjasa dalam mengembangkan jurusan ini.
3. Bapak Dr. Ir. Bustanul Arifin Nur, M. Sc. selaku dosen wali yang telah mendampingi selama perkuliahan penulis.
4. Bapak Dr. Ir. I Ketut Gunarta, M.T. dan Ibu Naning Aranti Wessiani, S.T., M.M. selaku dosen penguji yang telah memberikan saran penulisan penelitian.
5. Bapak dan ibu dosen tim pengajar jurusan Teknik Industri dan Manajemen Bisnis yang telah banyak memberikan pembelajaran kepada penulis selama menjadi mahasiswa.
6. Staf dan karyawan jurusan Teknik Industri dan Manajemen Bisnis yang telah banyak berjasa dalam membantu mahasiswa dalam aktivitas perkuliahan.
7. Orang tua dan keluarga besar yang telah memberikan dukungan baik moral maupun materi.
8. Bapak Michael Kuncoro, S. S., M. M. atas dukungan moral dan bantuan dalam penulisan penelitian.
9. Angkatan Manajemen Bisnis 2012 yang telah memberikan semangat dan kebersamaannya selama berkuliah disini.
10. Himpunan Mahasiswa Manajemen Bisnis yang telah banyak memberikan kontribusinya selama masa perkuliahan penulis.
11. Pihak-pihak lain yang telah membantu dan memberikan semangat dan doa dalam penelitian ini tanpa bisa disebutkan satu persatu.

Semoga hasil laporan skripsi ini dapat dijadikan rujukan dan pembelajaran bagi semua serta dapat dilanjutkan pada penelitian selanjutnya. Akhir kata semoga skripsi ini bermanfaat bagi semua.

Surabaya, Januari 2016

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN	i
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	5
1.3. Tujuan Penelitian	5
1.4. Manfaat Penelitian	5
1.5. Ruang Lingkup Penelitian	6
1.5.1. Batasan	6
1.5.2. Asumsi	6
1.6. Sistematika Penulisan	6
BAB II LANDASAN TEORI	9
2.1. <i>Agency Problem</i>	9
2.1.1. Dividen	11
2.1.2. Hutang	12
2.2. <i>Stock Repurchase</i>	13
2.2.1. Peraturan <i>Stock Repurchase</i> di Indonesia	15
2.2.2. Konsep Dasar Perusahaan Melakukan <i>Stock Repurchase</i>	16
2.3. <i>Managerial Discretion</i>	17
2.4. <i>Ownership Structure</i>	17
2.5. <i>Valuation</i>	18
2.6. Faktor Yang Mempengaruhi <i>Agency Problems</i>	18
2.6.1. <i>Managerial Discretion</i> Terhadap <i>Agency Problems</i>	18
2.6.2. <i>Ownership Structure</i> Terhadap <i>Agency Problems</i>	20
2.7. Faktor Yang Mempengaruhi <i>Stock Repurchase</i>	20

2.7.1. <i>Mangerial Discretion</i> Terhadap <i>Stock Repurchase</i>	20
2.7.2. <i>Ownership Structure</i> Terhadap <i>Stock Repurchase</i>	21
2.7.3. <i>Valuation</i> Terhadap <i>Stock Repurchase</i>	21
2.7.4. <i>Agency Problem</i> Terhadap <i>Stock Repurchase</i>	22y
2.8. Penelitian Terdahulu	23
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	25
3.1. <i>Flowchart</i> Penelitian	25
3.2. Kerangka dan Hipotesis Penelitian	26
3.3. Data Penelitian	27
3.4. Jenis Penelitian	27
3.5. Populasi dan Desain <i>Sampling</i>	27
3.6. Pengukuran dan Variabel Penelitian	28
3.7. Metode <i>Structural Equation Modelling</i>	30
3.7.1. <i>Partial Least Square</i>	31
BAB IV PENGUMPULAN DAN PENGOLAHAN DATA	39
4.1. Pengumpulan Data	39
4.1.1. Variabel Penelitian dan Perusahaan Dalam Penelitian	39
4.2. Pengolahan Data	42
4.2.1. Pengolahan Statistik Deskriptif	42
4.2.2. <i>Partial Least Square</i> (PLS-SEM)	50
BAB V ANALISIS DAN INTERPRETASI	63
5.1. Analisis Aktivitas Perusahaan yang Melakukan <i>Stock Repurchase</i>	63
5.2. Analisis <i>Partial Least Square</i>	64
5.2.1. Analisis PLS Model I	64
5.2.2. Analisis PLS Model II	68
5.2.3. Persamaan Prediktif Model I dan Model II	71
5.2.4. Perbandingan Model I dan Model II	72
BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN	77
6.1. Kesimpulan	77
6.2. Saran	77
DAFTAR PUSTAKA	79
LAMPIRAN	83

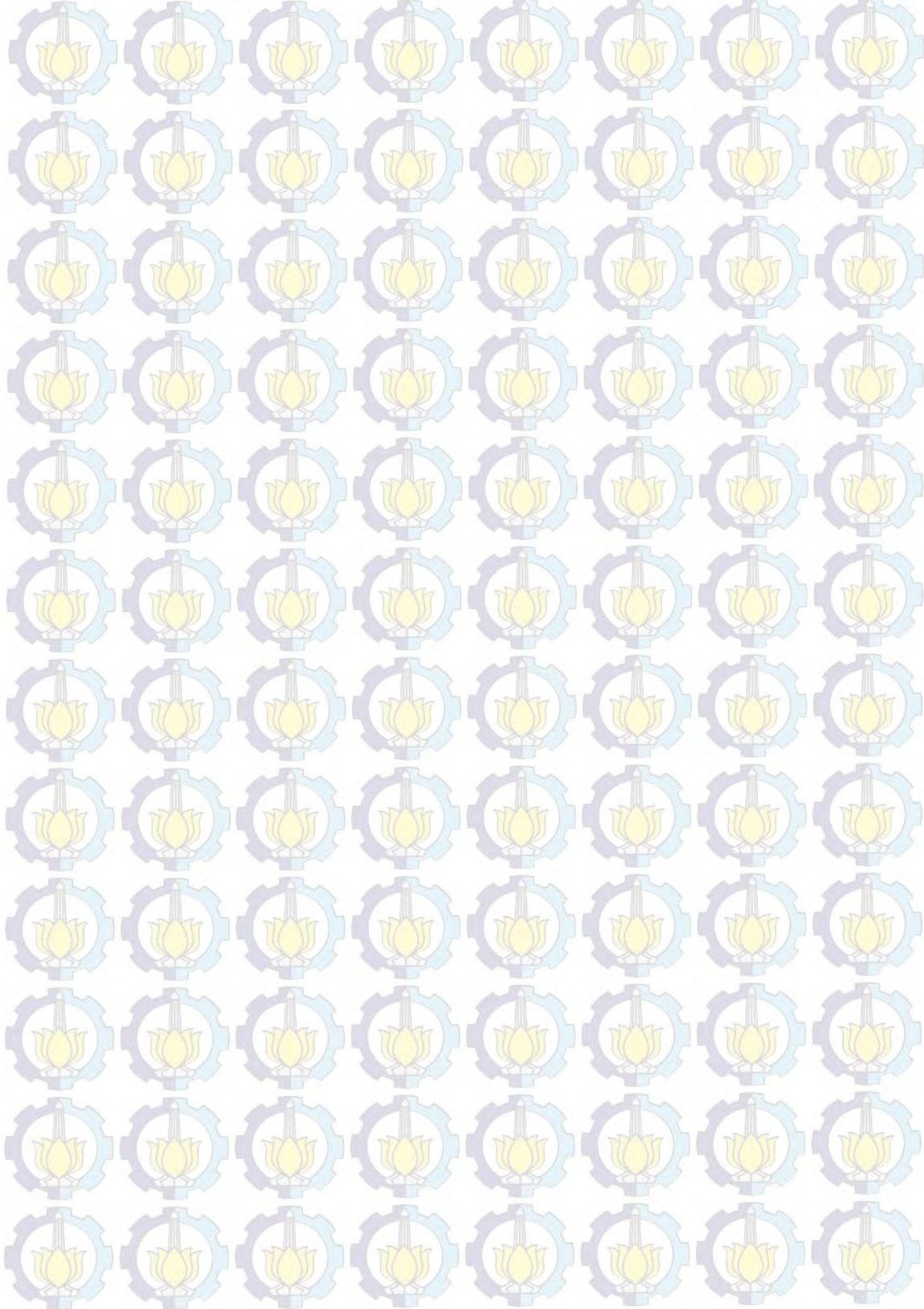
DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Indikator <i>Agency Problems</i>	11
Gambar 2.2. Indikator <i>Managerial Discretion</i>	17
Gambar 2.3. Indikator <i>Ownership Structure</i>	17
Gambar 2.4. Indikator <i>Valuation</i>	18
Gambar 2.5. Hubungan Antara <i>Managerial Discretion</i> dan <i>Agency Problems</i>	19
Gambar 2.6. Hubungan Antara <i>Ownership Structure</i> dan <i>Agency Problems</i>	20
Gambar 2.7. Hubungan Antara <i>Managerial Discretion</i> dan <i>Stock Repurchase</i> ...	21
Gambar 2.8. Hubungan Antara <i>Ownership Structure</i> dan <i>Stock Repurchase</i>	21
Gambar 2.9. Hubungan Antara <i>Valuation</i> dan <i>Stock Repurchase</i>	22
Gambar 2.10. Hubungan Antara <i>Agency Problems</i> dan <i>Stock Repurchase</i>	22
Gambar 3.1. <i>Flowchart</i> Penelitian	25
Gambar 3.2. Kerangka Penelitian	26
Gambar 3.3. <i>Outer Model</i> dan <i>Inner Model</i>	32
Gambar 3.4. Kerangka SEM	34
Gambar 4.1. Aktivitas <i>Stock Repurchase</i> Tahun 2002 - 2014	43
Gambar 4.2. Aktivitas <i>Stock Repurchase</i> Berdasarkan Sektor	44
Gambar 5.1. Nilai IHSG Terhadap Seluruh Perusahaan yang Melakukan <i>Stock Repurchase</i>	67
Gambar 5.2. Nilai IHSG Terhadap Perusahaan Swasta yang Melakukan <i>Stock Repurchase</i>	71

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu	23
Tabel 2.2. Lanjutan Penelitian Terdahulu	24
Table 3.1. Variabel Konstruk Penelitian	29
Table 3.2. Ukuran Variabel Konstruk Penelitian	29
Table 3.3. Lanjutan Ukuran Variabel Konstruk Penelitian	30
Table 3.4. Variabel Eksogen, Endogen, dan Manifes Penelitian	31
Table 3.5. Kriteria <i>Outer Model</i>	33
Table 3.6. Kriteria <i>Inner Model</i>	33
Table 3.7. Keterangan Persamaan <i>Outer Model</i>	35
Table 3.8. Keterangan Persamaan <i>Inner Model</i>	36
Table 4.1. Sumber Data Variabel Manifes	40
Table 4.2. Perusahaan Yang Termasuk Dalam Penelitian	41
Table 4.3. Lanjutan Perusahaan Yang Termasuk Dalam Penelitian	42
Table 4.4. Frekuensi <i>Stock Repurchase</i> yang Dilakukan Oleh Perusahaan	44
Table 4.5. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Manifes Penelitian	45
Table 4.6. <i>Outer Loading Model I</i>	51
Table 4.7. <i>Outer Loading Model I</i> Setelah Direduksi	52
Table 4.8. <i>Average Variance Extracted Model I</i>	52
Table 4.9. Nilai Akar AVE dan Korelasi Antarvariabel Model I.	53
Table 4.10. <i>Composite Reliability Model I</i>	53
Table 4.11. R Square dan Effect Size Model I	54
Table 4.12. Uji Hipotesis Model I	55
Table 4.13. <i>Indirect Effect Model I</i>	56
Table 4.14. <i>Outer Loading Model II</i>	57
Table 4.15. <i>Outer Loading Model II</i> Yang Direduksi	57
Table 4.16. <i>Average Variance Extracted Model II</i>	58
Table 4.17. Akar AVE dan Korelasi Antarvariabel Model II	58
Table 4.18. Composite Reliability Model II	59
Table 4.19. R Square dan Effect Size Model II	59
Table 4.20. Uji Hipotesis Model II	60
Table 4.21. <i>Indirect Effect Model II</i>	62

Table 5.1. Persamaan Prediktif Model I dan Model II.	71
Table 5.2. Perbandingan Hasil Uji Hipotesis Model I dan Model II.	73
Table 5.3. Perbandingan <i>Indirect Effect</i> Model I dan Model II.	73



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Rekap Perusahaan Yang Melakukan Stock Repurchase Tahun 2002 - 2014.....	83
Lampiran 2. Rekap <i>Managerial Discretion</i> dan <i>Ownership Structure</i>	88
Lampiran 3. Rekap <i>Valuation</i> dan <i>Agency Problems</i>	93
Lampiran 4. PLS Algorithm Model I.....	98
Lampiran 5. PLS Alogrithm Model I Setelah Direduksi.....	99
Lampiran 6. Bootstrapping Model I.....	100
Lampiran 7. PLS Alogrithm Model II.....	101
Lampiran 8. PLS Algorithm Model II Setelah Direduksi.....	102
Lampiran 9. Bootstrapping Model II.....	103

BAB I

PENDAHULUAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan, manfaat, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penulisan laporan.

1.1. Latar Belakang

Sebuah perusahaan terdiri dari berbagai macam pihak yang memiliki kepentingan dan objektivitas masing-masing. Perbedaan kepentingan dan objektivitas antara entitas ini dikenal sebagai *agency problem*. Menurut Brealey et al. (2001) bahwa *agency problem* merupakan konflik kepentingan antara pemegang saham (sebagai pemberi modal) dan manajer (sebagai pengelola aktivitas operasional) perusahaan. Entitas yang memiliki pengaruh besar dalam *agency problem*, yaitu eksekutif, pemegang saham, dan kreditur (Quiry et al., 2005).

Salah satu keputusan yang dapat menanggulangi *agency problem* di perusahaan adalah *stock repurchase* (Teng & Hachiya, 2013). Kegiatan *Stock repurchase* atau pembelian kembali saham dapat dilakukan oleh perusahaan yang telah terdaftar di pasar modal maupun seorang investor. Menurut Fahmi (2015), *stock repurchase* bagi perusahaan merupakan salah satu *corporate action* dan sebagai suatu sinyal psikologis di pasar modal di mana kegiatan ini direspon positif oleh *investor*, sedangkan *stock repurchase* yang dilakukan investor adalah kegiatan membeli kembali saham yang baru saja dijual. Menurut Cesari et al. 2011, dengan melakukan *stock repurchase*, harga saham akan mulai menuju ke titik stabil bahkan akan terus meningkat dalam jangka pendek. Aktivitas *stock repurchase* ini sangat bersinggungan dengan tiga fungsi utama manajemen keuangan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan pengelolaan aset (Martono & Agus, 2010).

Stock repurchase adalah keputusan yang dilakukan oleh pihak perusahaan dengan membeli kembali saham yang telah beredar di pasar atas dasar pertimbangan bahwa saham itu layak dibeli, serta perusahaan memiliki ketersediaan dana (Fahmi, 2015). Sedangkan, menurut CFA Institute (2010), *stock repurchase* juga dikenal dengan *buyback share* terjadi ketika perusahaan meminta para pemegang saham untuk melelangkan saham mereka untuk dibeli kembali perusahaan.

Di Indonesia, *stock repurchase* maupun *buyback share* dikenal sebagai pembelian kembali saham dengan syarat pada saat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia menurun 15% selama tiga hari berturut-turut (Peraturan OJK Nomor 2/POJK.04/2013). Aktivitas *stock repurchase* juga diawasi oleh suatu lembaga institusi. Pada periode 1976-2013, fungsi ini dilaksanakan oleh Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal). Sedangkan pada periode tahun 2013 hingga saat ini, fungsi tersebut dialihkan kepada OJK (Otoritas Jasa Keuangan). Pada tahun 1998, *stock repurchase* dapat dilakukan berdasarkan persetujuan dari Rapat Umum Pemegang Saham atau RUPS (Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-45/PM/1998). Akan tetapi, peraturan ini berubah di tahun 2013 bahwa *stock repurchase* dapat dilakukan tanpa Rapat Umum Pemegang Saham (Peraturan OJK Nomor 2/POJK.04/2013).

Menurut Teng dan Hachiya (2013), aktivitas *stock repurchase* dapat diidentifikasi dengan menggunakan perspektif *agency problem* yang menggunakan tiga dimensi, yaitu konflik kepentingan dan *information asymmetry*, *managerial discretion*, dan dimensi pendukung lainnya seperti *valuation*. Konflik kepentingan dan *information asymmetry* dapat tergambar dari struktur kepemilikan perusahaan (*ownership structure*). *Managerial discretion* yang diidentifikasi dengan jumlah kas dan *free cash flow* (FCF) yang dimiliki oleh perusahaan. Sedangkan, dimensi lainnya seperti valuasi dapat terlihat dari nilai buku dan laba bersih per lembar saham perusahaan.

Perusahaan yang memiliki modal dan kesempatan investasi yang sedikit, memungkinkan para manajer menginvestasikan kas perusahaan untuk proyek kecil ataupun menghabiskan begitu saja demi kepentingan tersendiri. Para manajer tersebut tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan para pemangku kepentingan sehingga sering menimbulkan *agency problem* yang mengakibatkan peningkatan *agency cost* (Jensen & Mackling, 1976). Hal ini juga didukung oleh Quiry (2005) yang menyatakan *agency problem* dari para pemegang saham dan *debtholder* dapat menyebabkan peningkatan biaya yang dikenal sebagai *agency cost*. Pada sisi lain, salah tujuan korporasi adalah memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Sehingga para pemegang saham dapat meminta para eksekutif perusahaan untuk

memaksimalkan jumlah kas yang didistribusikan kepada pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).

Kemampuan perusahaan dalam mengelola keuangan perusahaan dapat diartikan sebagai kebijakan manajerial atau *managerial discretion* (Teng dan Hachiya, 2013). Perusahaan mendapatkan masalah ketika ingin mendapatkan sumber pendanaan sebab sumber pendanaan tersebut memiliki biaya yang cukup besar. Hal ini membuat perusahaan sulit untuk mengambil suatu kebijakan (Lang, et al. 1995). Ketika perusahaan mengambil kebijakan untuk mendapatkan pendanaan dari hutang, maka akan terjadi suatu hubungan antara *managerial discretion* dengan *agency problem* perusahaan. Pada sisi lain, Jagannathan et al. (2000) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar cenderung meningkatkan jumlah dividen yang didistribusikan. Menurut Jensen (1986), perusahaan yang memiliki *free cash flow* berlebihan akan menimbulkan kecurigaan di kalangan para *shareholder* di mana mereka akan berusaha mengawasi setiap aktivitas manajemen perusahaan. Manajemen perusahaan yang diawasi akan berusaha memberikan jaminan kepada *shareholder* bahwa perusahaan akan berjalan langsung dengan baik. Pengawasan *shareholder* dan jaminan manajemen perusahaan inilah terjadi *agency cost*. Pada sisi lain, manajemen perusahaan juga menghadirkan pihak ketiga, yaitu *debtholder* yang bertujuan untuk menengahi antara manajemen dan *shareholder*. Akan tetapi, *debtholder* juga dapat menyebabkan *debt interest* dan *bankruptcy cost*. Selain itu, penggunaan hutang juga dapat mengurangi pajak yang dimiliki perusahaan atau dikenal sebagai *tax advantages*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa *institutional holdings* akan merasakan *information asymmetry* sebab terdapat perbedaan informasi yang dididapkannya. Karena adanya *information asymmetry* ini, para *institutional holdings* akan berusaha memonitor bahkan berusaha untuk membatasi langkah-langkah manajemen perusahaan. Pengawasan yang dilakukan oleh *institutional holdings* ini menyebabkan *agency cost* yang dikenal sebagai *monitoring expenditures*.

Untuk melakukan *stock repurchase* pun, dibutuhkan dana yang sangat besar, sehingga perusahaan perlu melihat keadaan kas perusahaan. Pengurangan

kas pada *cash flow* dalam melakukan *stock repurchase*, dapat membuat kegiatan pengembangan atau operasional perusahaan semakin tertunda. Pada sisi lain, dengan *stock repurchase* pun, perusahaan juga dapat berekspektasi bahwa perusahaan akan mendapatkan *cash flow* yang lebih tinggi di masa yang akan datang (Stephens & Weisbach, 1998). Perusahaan yang memiliki kelebihan kas cenderung melakukan *stock repurchase* untuk mengatasi *agency problem* yang terjadi di perusahaan (Teng & Hachiya, 2013). Perusahaan yang melakukan *stock repurchase* karena memiliki kelebihan dana dan tidak ada kesempatan investasi lainnya merupakan motif *the investment hypothesis* (Wansley et al., 1989).

Ketika para manajer atau *stabel holding* ditekan untuk memberikan pembayaran yang lebih dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham, *stabel holding* akan melakukan *stock repurchase* untuk mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan dan mentransfer kepemilikan dari prinsipal ke manajer (Teng & Hachiya, 2013). Motif perusahaan saat melakukan *stock repurchase* untuk mentransfer kepemilikan dari prinsipal ke manajer disebut sebagai *wealth transfer hypothesis* (Wansley et al., 1989). Pada sisi lain, bagi *stabel holding* penggunaan kas untuk *stock repurchase* dapat menurunkan kesempatan investasi di bidang lain di mana investasi tersebut dapat memberikan keuntungan yang lebih besar (Reddy, 2014).

Menurut Mitchell & Dharmawan (2007), salah satu insentif yang mempengaruhi terjadinya *stock repurchase* adalah keadaan *undervalued* dari saham yang dimiliki perusahaan. Sehingga pada saat nilai perusahaan dianggap *undervalue*, perusahaan akan melakukan *stock repurchase*. Menurut Teng & Hachiya (2013), perusahaan yang melakukan *stock repurchase*, memiliki kemungkinan untuk meningkatkan nilai pendapatan per tiap lembar sahamnya (*earning per share*) karena jumlah saham (faktor pembagi dari pendapatan) yang beredar di pasar semakin sedikit dan tiap lembar sahamnya akan mendapatkan pendapatan yang lebih. Sehingga perusahaan akan mendistribusikan kasnya untuk melakukan *stock repurchase* daripada memberikan dividen. Motif *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan yang dikarenakan oleh *undervalue* saham dikenal sebagai *information signalling hypothesis* (Wansley et al., 1989).

Perusahaan melakukan *stock repurchase* dengan berbagai motif. Keputusan dari *stock repurchase* dapat berdampak pada distribusi perusahaan seperti investasi, struktur modal, dominasi perusahaan, dan kebijakan lainnya (Dittmar, 2000). Perusahaan perlu mempertimbangkan motifnya dalam melakukan *stock repurchase* supaya keputusan ini dapat menunjukkan signal yang positif kepada pasar, menyelesaikan *agency conflict*, dan mampu menunjukkan kepada pasar bahwa perusahaan memiliki fundamental yang baik (Reddy, 2014). Adanya faktor-faktor yang mempengaruhi *agency problem* dan *stock repurchase*, maka perlu dilakukan penelitian dalam konteks faktor yang mempengaruhi *agency problem* dan pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan *stock repurchase* di Indonesia.

1.2. Perumusan Masalah

Adapun perumusan masalah yang akan diselesaikan dalam penelitian ini adalah mengidentifikasi hubungan secara simultan mengenai faktor yang mempengaruhi *agency problem* dan pengaruhnya terhadap keputusan *stock repurchase* pada perusahaan *go public* di Indonesia.

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah :

1. Mengidentifikasi dan menguji signifikansi faktor yang mempengaruhi *agency problem*.
2. Mengidentifikasi dan menguji signifikansi faktor yang mempengaruhi pengambilan keputusan *stock repurchase*.
3. Mengidentifikasi dan menguji signifikansi pengaruh langsung faktor *agency problem* terhadap pengambilan keputusan *stock repurchase*.

1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian diatas, maka manfaat penelitian ini bagi pembaca dan penulis adalah

1. Dapat memahami kondisi perusahaan saat perusahaan melakukan *stock repurchase*.
2. Dapat mengaplikasikan temuan penelitian ini sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan.

3. Dapat digunakan sebagai referensi bagi penelitian *stock repurchase* sejenis.

1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Adapun ruang lingkup penelitian yang disebutkan dalam penelitian ini yang terdiri dari batasan dan asumsi.

1.5.1. Batasan

Adapun batasan yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Obyek perusahaan yang diteliti telah terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2001 hingga tahun 2014.
2. *Buyback stock* dan *stock repurchase* adalah kegiatan yang sama menurut CFA Institute (2010) dan OJK (2013).
3. *Agency problem* merupakan seberapa besar dana yang didistribusikan perusahaan untuk memenuhi kepentingan *shareholder* dan kewajiban kepada *debtholder* (Teng & Hachiya, 2013).
4. *Managerial discretion* merupakan kebijakan perusahaan dalam mendistribusikan dananya (Teng & Hachiya, 2013).
5. *Ownership structure* menjelaskan *information asymmetry* perusahaan antara pemilik manajemen dan pemilik non manajemen (Teng & Hachiya 2013).
6. *Valuation* merupakan penilaian saham perusahaan atas murah atau mahalnya saham tersebut (Reddy, 2014).

1.5.2. Asumsi

Adapun asumsi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Kondisi politik di Indonesia tidak memiliki pengaruh terhadap pengambilan keputusan *stock repurchase*.

1.6. Sistematika Penulisan

Pada sub bab ini akan dibahas mengenai susunan penelitian dalam penulisan skripsi ini. Adapun susunan penulisan yang ada pada skripsi ini adalah :

BAB I PENDAHULUAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai latar belakang dilakukannya penelitian ini, rumusan masalah yang diselesaikan pada penelitian ini, tujuan dan

manfaat yang diperoleh dalam pelaksanaan penelitian ini, ruang lingkup penelitian yang terdiri dari batasan dan asumsi, dan sistematika penulisan skripsi.

BAB II LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai teori dan studi literatur yang digunakan penulis dalam menyelesaikan penelitian ini. Adapun teori yang digunakan pada penelitian ini adalah konsep mengenai *stock repurchase*. Dengan adanya studi literatur ini diharapkan penulis dapat memiliki pengetahuan dan pemahaman lebih dalam menyelesaikan penelitian ini.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai tahapan proses penelitian yang harus dilakukan penulis dalam menjalankan penelitian ini agar penelitian ini dapat berjalan sistematis, terstruktur, dan terarah.

BAB IV PENGUMPULAN DAN PENGOLAHAN DATA

Pada bab ini akan dibahas mengenai hasil pengolahan data yang dilakukan untuk menganalisis dan menguraikan secara detail. Pengolahan data dilakukan berdasarkan teknik *partial least square* yang dapat menyelesaikan permasalahan yang dibahas.

BAB V ANALISIS DAN INTERPRETASI

Pada bab ini akan dibahas analisis dan interpretasi dari hasil yang didapatkan dengan menggunakan teknik *partial least square*. Analisis dan interpretasi dilakukan dengan menggunakan landasan teori yang berkaitan permasalahan yang dibahas.

BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan dijabarkan hasil dari penelitian ini secara menyeluruh berupa simpulan yang dapat menggambarkan kondisi perusahaan dalam melakukan *stock repurchase* dan saran yang dapat diterapkan perusahaan dalam mengambil keputusan untuk melakukan *stock repurchase*.

BAB II LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai teori yang digunakan sebagai landasan dan acuan penelitian ini.

2.1. *Agency Problem*

Setiap perusahaan memiliki berbagai macam persoalan dan salah satu persoalan tersebut adalah *agency problem*. *Agency problem* terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Pemegang saham dan manajemen perusahaan memiliki suara atau otoritas dalam pengambilan suatu keputusan. Apabila kedua belah pihak memiliki kepentingan masing-masing (manajemen menginginkan pengembangan operasional perusahaan dan pemegang saham menginginkan keuntungan yang lebih), maka kedua belah pihak tidak akan bertindak searah. Pada satu sisi, pemegang saham yang sebagai pemberi modal mendapatkan keuntungan yang berasal dari manajemen perusahaan. Sedangkan keuntungan yang diinginkan oleh para pemegang saham berasal dari kas yang dimiliki perusahaan dan kas tersebut nantinya akan digunakan untuk membiayai operasional perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Sedangkan, salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan para pemegang saham.

Karena adanya perbedaan kepentingan antara agen (manajemen) dan prinsipal (pemegang saham), *agency problem* akan mengakibatkan *agency cost*. *Agency cost* didefinisikan menjadi tiga (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu

1. *the monitoring expenditures by the principal*

Para pemilik saham atau prinsipal mengeluarkan biaya untuk mengawasi dan mengontrol seluruh aktivitas yang dilakukan manajemen perusahaan. Hal ini dilakukan dengan cara membatasi anggaran perusahaan dan membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan. Dengan pengawasan dari prinsipal, pengeluaran-pengeluaran manajemen perusahaan dapat dikurangi.

2. *the bonding expenditures by the agent*

Para manajer memberikan jaminan kepada para pemegang saham untuk tidak melakukan aktivitas yang nantinya akan merugikan perusahaan. Semakin besarnya jaminan yang diberikan oleh para manajer, semakin besar biaya yang akan terjadi.

3. *the residual loss*

Para prinsipal mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi keputusan para manajer sehingga kesejahteraan para prinsipal semakin meningkat.

Dalam penelitian ini, *agency problems* yang dilihat berdasarkan bagaimana perusahaan memenuhi kepentingan dari pada *shareholder* akan dividen dan *debtholder* atas *interest debt*. Dividen selalu berkaitan dengan *agency problems* karena besaran jumlah dividen mampu memicu reaksi pasar. Selain itu, dividen juga sering kali dianggap sebagai komitmen dari manajemen perusahaan kepada investor (Teng & Hachiya, 2013). Menurut Jensen (1986), perusahaan yang memiliki *cash flow* yang substansial dan sedikitnya kesempatan berinvestasi, maka manajemen perusahaan akan ditekan untuk membayar *interest debt*. Ditambah lagi, ketika manajemen gagal membayar *interest debt*, maka hal ini dapat menjerumuskan perusahaan ke dalam kebangkrutan bahkan manajemen akan kehilangan posisi dan kekuatan mereka di perusahaan.

Agency problems dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator *dividend* dan *interest debt* (Teng & Hachiya, 2013). Akan tetapi, formula yang digunakan untuk melihat seberapa besar *agency problems* yang diindikasikan dengan *dividend* dan *interest debt* ini berbeda dengan formula yang digunakan Teng & Hachiya (2013).

Untuk melihat indikasi *agency problems* yang didasari oleh dividen, digunakanlah formula *dividend payout ratio* (DPR). Formula *dividend payout ratio* digunakan dalam penelitian Dittmar (2000) dan Reddy (2014). Menurut Wiagustini (2010), *dividend payout ratio* merupakan bagian laba perusahaan yang dibayarkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Dengan demikian, *dividend payout ratio* merupakan porsi dividen yang berasal dari *net income* perusahaan.

Sedangkan, untuk melihat *interest debt* di dalam *agency problems*, Chakraborty (2010) menggunakan *interest coverage ratio*. *Interest coverage ratio* (ICR) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi *interest debt* yang ditanggungnya. Semakin kecil, ICR di dalam perusahaan, semakin kecil kemampuan perusahaan dalam memenuhi kepentingan *debtholder*, sehingga memaksa perusahaan menggunakan kas perusahaan ataupun *retained earning* perusahaan. Namun, penelitian ini menggunakan $1/ICR$ dengan tujuan memiliki

yang searah dengan DPR, yaitu semakin besar koefisien yang dihasilkan, maka semakin besar *agency problems* yang dihadapi perusahaan.



Gambar 2.1. Indikator *Agency Problems*

2.1.1. Dividen

Dividen merupakan suatu kebijakan perusahaan untuk membagikan keuntungan perusahaan kepada *shareholders*. Dividen juga menunjukkan tingkat kemakmuran dari pemegang saham (Hill, 2008).

Menurut Horne (1971), terdapat 7 pertimbangan perusahaan dalam membagikan dividen, yaitu

1. *Liquidity*

Dividen yang dibayarkan perusahaan merupakan arus kas keluar sehingga perusahaan perlu memperhatikan posisi kas dan likuiditas perusahaan. Pihak manajemen perusahaan memiliki keinginan untuk mengelola likuiditas dana perusahaan untuk meningkatkan tingkat fleksibilitas perusahaan dalam mendanai aktivitas operasional dan menghadapi ketidakpastian.

2. *Ability to borrow*

Fleksibilitas perusahaan dalam mengelola keuangan perusahaan tidak hanya dilihat dari tingkat likuiditas, tetapi juga kemampuan perusahaan dalam menggunakan dana dalam waktu singkat. Dengan tingginya fleksibilitas perusahaan dalam menggunakan dana, semakin mudah membagikan dividen.

3. *Control*

Kemampuan perusahaan dalam menangani kepentingan berbagai pihak, juga akan mempengaruhi keputusan pembagian dividen. Pihak manajemen bisa lebih cenderung menggunakan dana kas untuk melakukan aktivitas investasi daripada membagikan dalam dividen. Tetapi, pihak manajemen juga bisa lebih cenderung membagikan dividen untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham (*shareholder wealth*). Pada sisi lain, pihak prinsipal juga bisa lebih menginginkan pengembangan perusahaan daripada mendapatkan dividen.

4. *Nature of stockholders*

Pihak manajemen harus dapat memahami keinginan para pemegang saham atas dividen. Terdapat pemegang saham yang menghindarkan pajak atas dividen dan lebih menginginkan *capital gain*, sehingga perusahaan hanya memberikan sedikit dividen dan lebih fokus terhadap kesempatan investasi yang profitabel.

5. *Timing of investment opportunities*

Perusahaan memiliki berbagai macam kesempatan investasi, tetapi hal ini akan menimbulkan sporadis di perusahaan sehingga perlu adanya justifikasi *retaining earning*. Sebab rencana investasi ini bisa memiliki waktu yang tidak singkat dan jumlah dividen kepada pemegang saham akan semakin sedikit dalam kurun waktu tertentu. Apabila perusahaan memiliki rencana investasi yang cukup panjang, perusahaan dapat membayar dividen secara maksimal dengan cara menerbitkan saham baru.

6. *Restrictions in bond indenture or loan agreement*

Terdapat perjanjian dalam penerbitan obligasi atau persetujuan hutang terhadap jumlah dividen yang dibayarkan. Perjanjian tersebut digunakan untuk membatasi penggunaan pendapatan perusahaan terutama dalam membagikan dividen. Sehingga perjanjian ini dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

2.1.2. Hutang

Dalam *agency cost*, hutang menjadi salah satu indikator. Hal ini disebabkan para manajer memilih untuk mengurangi pengawasan dari pemegang saham dengan cara menambah pengawas eksternal, yaitu pemberi hutang / *debtholder*. Perusahaan dalam mendistribusikan kasnya akan lebih mengutamakan pembayaran hutang yang dimilikinya daripada pembayaran dividen kepada para investor. Ketika perusahaan mendistribusikan kasnya untuk membayar hutang, maka nilai pajak yang dimiliki perusahaan pun akan berkurang, sebab hutang menimbulkan biaya seperti bunga hutang. Hal ini dikenal sebagai *tax advantage*. Akan tetapi, dengan adanya hutang, nilai perusahaan pun juga akan menurun sebab hutang dapat meningkatkan *bankruptcy* dan bahkan dapat menambahkan *reorganization cost* (Jensen & Meckling, 1976).

Menurut Jensen & Meckling (1976), terdapat tiga macam agency cost yang disebabkan oleh hutang sebagai berikut :

1. *the opportunity wealth loss caused by the the impact of debt on the investment decisions of the firm.*
2. *the monitoring and bonding expenditures by the bondholders and the owner-manager.*
3. *the bankruptcy and reorganization costs.*

2.2. Stock Repurchase

Stock repurchase atau *stock buyback* merupakan pembelian kembali saham biasa oleh perusahaan penerbit untuk alasan apa pun yang pada akhirnya dapat mengurangi jumlah lembar saham yang beredar di pasar modal (Keown *et al*, 2010).

Perusahaan dapat melakukan *stock repurchase* dengan lima cara berikut (Reddy, 2014) :

a. open market buybacks or on-market repurchases

Perusahaan membeli kembali sahamnya melalui broker dengan pembayaran komisi dan tidak ada premium yang dibayarkan. Pada umumnya, pembelian kembali ini dilakukan dalam jumlah yang relatif sedikit. Akan tetapi, metode ini memberikan fleksibilitas bagi perusahaan di mana perusahaan dapat atau tidak membeli kembali sahamnya.

b. selective or private buybacks

Perusahaan membeli kembali saham kepada seorang pemegang saham yang memiliki saham dalam jumlah yang besar. Hal ini dilakukan dengan cara negoisasi langsung. Akan tetapi, metode ini dianggap tidak memberikan dampak terhadap harga saham secara langsung.

c. equal access or tender-offer buybacks

Perusahaan mengumumkan kepada seluruh *shareholder* bahwa perusahaan akan membeli kembali sejumlah lembar saham pada harga dan periode tertentu. Pada umumnya, perusahaan menawarkan dengan harga di atas harga pasar sehingga para pemegang saham akan memperkirakan sendiri mengenai apakah harga yang ditawarkan perusahaan itu lebih tinggi atau lebih rendah di saat masa penawaran akhir.

d. *employee share buybacks*

Perusahaan membeli kembali saham yang dimiliki oleh karyawan perusahaan.

e. *odd-lot buybacks*.

Dalam metode ini, perusahaan membeli kembali sahamnya dengan menawarkan *range* harga. Para pemegang saham nantinya akan memilih harga yang ditawarkan tersebut. Pada akhir masa penawaran, perusahaan akan memilih penawaran terbaik dan dapat melakukan *stock repurchase*.

Aktivitas *stock repurchase* ini termasuk dalam tiga keputusan manajemen keuangan tersebut (Keown *et al*, 2010). Menurut Wiagustini (2010), dalam manajemen keuangan terdapat tiga keputusan, yaitu

1. Keputusan investasi yang merupakan keputusan keuangan yang berhubungan dengan aktivitas investasi dalam bentuk aktiva lancar maupun aktiva tetap, serta dapat dikelompokkan menjadi investasi jangka pendek (kas, persediaan, piutang, surat berharga, dan lain-lain) dan investas jangka panjang (gedung, peralatan, tanah, kendaraan, dan lain-lain).
2. Keputusan pendanaan yang merupakan keputusan keuangan yang berhubungan dengan aktivitas pembelanjaan atau pembiayaan investasi dan tercermin dalam bentuk pasiva (hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan lain-lain), serta berkaitan dengan struktur finansial maupun struktur modal perusahaan.
3. Keputusan dividen adalah aktivitas keuangan yang mendistribusikan laba yang diperoleh perusahaan.

Bila pembelian kembali saham terjadi ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka dapat dipandang sebagai keputusan dividen. Sedangkan, pembelian kembali saham dengan menggunakan hutang yang mengakibatkan meningkatnya *leverage* perusahaan, dapat dipandang sebagai keputusan pendanaan (Keown *et al*, 2010). Selain keputusan dividen dan keputusan pendanaan, keputusan investasi juga menjadi salah satu pandangan, bila perusahaan melakukan *buyback* saat harga saham merosot dan menilai harga saham tersebut tidaklah berharga. Akan tetapi, *buyback* tidak dapat dikatakan sebagai keputusan investasi, saat perusahaan mau mendapatkan keuntungan dari *buyback* tersebut, sebab

pembelian kembali saham tidak memberikan pengembalian seperti investasi lainnya.

2.2.1. Peraturan *Stock Repurchase* di Indonesia

Berdasarkan peraturan Otoritas Jasa Keuangan (2013), syarat untuk melakukan pembelian kembali saham perusahaan, yaitu

1. Kondisi pasar yang berfluktuasi secara signifikan, maka perusahaan dapat melakukan pembelian kembali saham tanpa persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham.
2. Pembelian kembali saham maksimal sebanyak 20% dari modal yang disetor.
3. Perusahaan dapat melakukan pembelian kembali saham setelah menyampaikan keterbukaan informasi kepada OJK dan Bursa Efek dan paling lama 7 hari setelah terjadinya kondisi pasar yang berfluktuasi secara signifikan.
4. Pembelian kembali saham dapat dilakukan paling lama 3 bulan setelah keterbukaan informasi.
5. Keterbukaan informasi memuat, yaitu
 - a. perkiraan jadwal,
 - b. perkiraan penurunan pendapatan akibat pelaksanaan pembelian kembali saham dan dampak atas biaya pembiayaan perusahaan,
 - c. proforma laba per saham perusahaan setelah rencana pembelian kembali saham dilaksanakan,
 - d. pembatasan harga saham untuk pembelian kembali saham,
 - e. pembatasan jangka waktu pembelian saham,
 - f. metode yang akan digunakan untuk membeli kembali saham, dan
 - g. pembahasan manajemen mengenai pengaruh pembeli kembali saham terhadap kegiatan usaha dan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Akan tetapi, aturan ini dapat dicabut oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) ketika kondisi pasar Indonesia tidak mengalami penurunan sebanyak 15% dalam tiga hari. Hal ini terlihat pada aturan OJK tahun 2014 yang mencabut aturan *stock repurchase* tanpa Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) menjadi harus melalui RUPS (OJK, 2014).

2.2.2. Konsep Dasar Perusahaan Melakukan *Stock Repurchase*

Menurut Wansley et al. (1989), terdapat enam alasan dalam bentuk hipotesis perusahaan melakukan *stock repurchase*, yaitu

1. *Dividend substitution hypothesis*
Stock repurchase menjadi salah satu pertimbangan perusahaan dalam mendistribusikan *cash flow* kepada pemegang saham. Hal ini didasari oleh pajak dividen lebih besar daripada pajak *capital gain* (ketika perusahaan membeli saham dari pemegang saham, pemegang saham akan dikenakan pajak *capital gain* atas dari nilai surplus dari saham tersebut). Sehingga perusahaan lebih mendistribusikan kasnya dalam bentuk *stock repurchase* daripada dividen.
2. *The leverage hypothesis*
Ketika suatu perusahaan melakukan *stock repurchase* dengan menggunakan hutang, maka tingkat leverage perusahaan pun meningkat. Perusahaan dengan motif ini, biasanya menginginkan untuk mencapai struktur modal yang optimal.
3. *The reissue hypothesis*
Aktivitas *stock repurchase* memungkinkan perusahaan untuk membuat program pensiunan, bonus, dan lain-lain. Program ini dikenal sebagai *employee stock option plan* (ESOP).
4. *The investment hypothesis*
Stock repurchase dapat menjadi salah satu langkah investasi suatu perusahaan ketika perusahaan tidak memiliki kesempatan investasi lainnya dan memiliki arus kas yang cukup.
5. *Information signaling hypothesis*
Bagi manajemen *stock repurchase* memiliki kemungkinan untuk meningkatkan nilai harga saham dan menunjukkan kepada pasar bahwa perusahaan berada di posisi *undervalue*.
6. *Wealth transfer hypothesis*
Mentransfer kepemilikan para prinsipal kepada manajer perusahaan. Sehingga pihak manajer perusahaan memiliki suara lebih daripada para prinsipal perusahaan.

2.3. Managerial Discretion

Managerial discretion merupakan suatu kebijakan yang diambil oleh pihak manajerial perusahaan dengan suatu kepentingan tertentu dan bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan para *shareholder* (Easterwood et al., 1997). Dalam penelitian Teng & Hachiya (2013), *managerial discretion* digambarkan dalam pengelolaan dana kas perusahaan. Hal ini disebabkan pengelolaan arus kas perusahaan dapat menggambarkan *managerial behaviour* perusahaan tersebut (Jensen & Meckling, 1976).

Indikator yang digunakan dalam mengukur *managerial discretion*, yaitu kas/total aset dan *free cash flow*/total aset. Kedua indikator pada *managerial discretion* berasal dari penelitian Teng dan Hachiya (2013) yang menunjukkan seberapa besar dana yang dikeluarkan dari aset untuk mengambil suatu kebijakan perusahaan.



Gambar 2.2. Indikator *Managerial Discretion*.

2.4. Ownership Structure

Berdasarkan Jensen & Meckling (1976), *agency problem* selalu berkaitan dengan struktur kepemilikan perusahaan. Menurut Teng & Hachiya (2013), struktur kepemilikan merupakan kumpulan pihak yang memiliki peran penting dalam suatu lembaga yang terdiri dari *institutional holding* dan *stable holding*. *Institutional holding* adalah pihak luar yang memiliki kepemilikan pada suatu perusahaan dan memiliki suara dalam suatu pengambilan kebijakan strategis. Sedangkan, *stable holding* adalah pihak internal perusahaan yang memiliki kepemilikan pada suatu perusahaan dan turut serta dalam kegiatan operasional perusahaan tersebut.



Gambar 2.3. Indikator *Ownership Structure*.

Menurut Teng & Hachiya (2013), berdasarkan struktur kepemilikan, perusahaan dapat dibedakan menjadi 2 (dua), yaitu *monitored firms* dan *entrenched*

firms. Perusahaan yang memiliki proporsi *institutional holding* yang lebih besar daripada *stable holding* disebut sebagai *monitored firms*, sedangkan bila *institutional holding* lebih sedikit daripada *stable holding* disebut sebagai *entrenched holding*. *Monitored firms* lebih cenderung melakukan *stock repurchase* untuk memitigasi *agency problem* di perusahaan. Selain itu, *monitored firms* yang memiliki kelebihan kas akan cenderung melakukan *stock repurchase*. Sedangkan *entrenched firms* berbanding terbalik daripada *monitored firms*.

2.5. Valuation

Dalam sebuah manajemen perusahaan, perusahaan perlu bergantung kemampuan dan keandalan tim manajemen untuk membuat sebuah penilaian terhadap sebuah aktivitas manajemen seperti proposal belanja dan proposal penawaran. Sehingga dalam pengambilan keputusan, perusahaan tidak melakukan kesalahan-kesalahan seperti penawaran *repurchase stock*. Perusahaan yang melakukan kesalahan dalam mengambil keputusan tersebut dapat mengakibatkan kerugian (Easterwood et al., 1997).

Pada penelitian Reddy (2014), perusahaan yang melakukan *stock repurchase* didasari oleh *undervaluation*. Untuk melihat *undervaluation*, digunakanlah dua macam indikator, yaitu *Price to Book Value (PBV)* dan *Price to Earning Ratio (PER)*. *Price to book value* membandingkan antara harga saham dengan nilai yang dibukukan perusahaan, sehingga apabila harga saham lebih rendah daripada nilai buku maka dapat diibaratkan membeli barang dengan mendapatkan diskon. Sedangkan *price to earning (PER)* menunjukkan kemampuan setiap lembar saham untuk menghasilkan pendapatan.



Gambar 2.4. Indikator *Valuation*.

2.6. Faktor Yang Mempengaruhi *Agency Problems*

2.6.1. *Managerial Discretion Terhadap Agency Problems*

Perusahaan yang memiliki manajer yang potensial akan berusaha untuk mengurangi *agency cost* dan meningkatkan kekuatan manajerial. Hal ini disebabkan nilai *monitoring cost* yang berasal dari *agency cost* berkurang di mana

para prinsipal mempercayai para manajer untuk mengambil suatu tindakan. Selain itu, ketika perusahaan memiliki kelebihan arus kas, maka hal ini juga akan meningkatkan *agency problem* sebab para prinsipal menginginkan mendapatkan arus kas tersebut dan mendorong manajemen perusahaan untuk melakukan hal tersebut (Jensen & Meckling, 1976). Menurut Nohel & Tarhan (1998), *agency problem* pun juga disebabkan oleh keadaan manajerial perusahaan di mana perusahaan memiliki kelebihan kas dan membuat para investor menginginkan untuk mendapatkan dana tersebut baik dalam bentuk *dividend* ataupun *stock repurchase*.

Menurut Jensen (1986), adanya berlebihan *free cash flow* di perusahaan akan menyebabkan manajemen menghabiskan sumber daya perusahaan, sehingga manajemen perusahaan tidak akan memenuhi kepentingan *shareholder*. Berdasarkan hal ini, para *shareholder* memiliki kecurigaan terhadap manajemen perusahaan. Pada akhirnya manajemen akan berusaha meyakinkan para *shareholder* bahwa manajemen perusahaan akan berperilaku sesuai kepentingan *shareholder* seperti dividen dan membuat laporan keuangan perusahaan. Untuk meyakinkan *shareholder* pun, ada biaya yang harus dikeluarkan perusahaan. Salah satu biaya tersebut diyakini berasal dari *debtholder* yang hadir sebagai pihak ketiga dalam rangka menopang operasional perusahaan. Akan tetapi, kehadiran *debtholder* ini justru dapat meningkatkan *bankruptcy cost*. *Debtholder* dalam perusahaan memiliki kepentingan untuk mendapatkan *debt interest*.

Berdasarkan penelitian Teng & Hachiya (2013), *managerial discretion* diukur dengan menggunakan kas dan *free cash flow*. Dalam penelitian ini, perusahaan yang memiliki *cash balance* yang tinggi akan membagikan dividen lebih. Hal ini juga didukung oleh penelitian Jagannathan et al. (2000) bahwa perusahaan yang memiliki *sustainable cash flow* cenderung memberikan dividen daripada *stock repurchase*. Dengan demikian, *managerial discretion* memiliki hubungan yang positif dengan *agency problem* yang dihadapi perusahaan.

Hipotesis 1 : *managerial discretion* memiliki hubungan yang positif dengan *agency problems*.



Gambar 2.5. Hubungan Antara *Managerial Discretion* dan *Agency Problems*

2.6.2. *Ownership Structure Terhadap Agency Problems*

Karena terhadap hubungan antara para pemegang saham dengan manajer korporasi, terdapat perbedaan kepentingan yang mengakibatkan *agency problem*. Hal ini bukanlah hal baru, tetapi akan selalu hadapi berbagai macam perusahaan. Dengan adanya hal ini, para manajer akan senantiasa berusaha meningkatkan *ownership* perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Struktur kepemilikan mempengaruhi konflik keagenan antara manajemen dengan *shareholder* karena aktivitas pengawasan dari pemilik luar yang membatasi aksi manajemen, sehingga perusahaan berusaha meminimalisir *agency cost* (Teng & Hachiya, 2013). Hal ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan merefleksikan konflik kepentingan dan *information asymmetry* antara manajer dan *shareholder*. Semakin besar *institutional holdings*, maka semakin besar *agency problem* yang dihadapi perusahaan.

Hipotesis 2 : *ownership structure* memiliki hubungan yang positif dengan *agency problems*.



Gambar 2.6. Hubungan Antara *Ownership Structure* dan *Agency Problems*

2.7. Faktor Yang Mempengaruhi Stock Repurchase

2.7.1. *Managerial Discretion Terhadap Stock Repurchase*

Managerial discretion dalam suatu perusahaan terlihat dari seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mendistribusikan kas perusahaan. Sehingga untuk melakukan *stock repurchase* juga harus dilihat dari keadaan kas perusahaan (Teng & Hachiya, 2013). Berdasarkan penelitian Nohel & Tarhan (1998), Dittmar (2000), dan Reddy (2014), perusahaan yang memiliki kelebihan dana cenderung melakukan *stock repurchase*. Hal ini terbukti dari terdapatnya hubungan positif antara kas dengan *stock repurchase*, serta *free cash flow* dengan *stock repurchase*.

Menurut Wansley et al. (1989), salah satu motif yang menggambarkan alasan perusahaan melakukan *stock repurchase* ketika memiliki kelebihan kas dan sedikitnya kesempatan investasi perusahaan, yaitu *the investment hypothesis*. Pada hipotesis ini dijelaskan mengenai keadaan perusahaan yang ingin mendistribusikan kasnya dan perusahaan tidak memiliki banyak pilihan investasi, sehingga

perusahaan memilih untuk melakukan *stock repurchase*. *The investment hypothesis* memiliki arti yang sama dengan *free cash flow* di mana hipotesis ini juga menjelaskan *stock repurchase* perusahaan didasari oleh kondisi arus kas perusahaan (Wang et al., 2013). Berdasarkan penelitian terdahulu terlihat bahwa *managerial discretion* memberikan pengaruh positif terhadap keputusan *stock repurchase*.

Hipotesis 3 : *managerial discretion* memiliki hubungan yang positif dengan *stock repurchase*.



Gambar 2.7. Hubungan Antara *Managerial Discretion* dan *Stock Repurchase*

2.7.2. *Ownership Structure Terhadap Stock Repurchase*

Menurut Teng & Hachiya (2013), *monitored firms* cenderung mendistribusikan dana perusahaan dalam bentuk dividen daripada *stock repurchase*, sehingga *stable holding* mendorong perusahaan untuk melakukan *stock repurchase*. Hal ini juga mendukung *wealth transfer hypothesis* bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* untuk mentransfer saham yang dimiliki pihak luar kepada internal perusahaan, sehingga para manajer perusahaan memiliki dominasi kekuatan yang lebih daripada para prinsipal (Wansley et al., 1989). Dengan demikian, semakin besar keberadaan *instiutional holdings* di perusahaan, semakin besar keinginan *stable holdings* untuk mendominasi *institutional holdings* dengan cara *stock repurchase* (Scott, 2014).

Hipotesis 4 : *ownership structure* memiliki hubungan yang positif dengan *stock repurchase*.



Gambar 2.8. Hubungan Antara *Ownership Structure* dan *Stock Repurchase*

2.7.3. *Valuation Terhadap Stock Repurchase*

Perusahaan akan melakukan *stock repurchase* ketika saham perusahaan tersebut dinilai murah/rendah. Keadaan ini menunjukkan signal dari perusahaan kepada pasar modal bahwa saat-saat inilah posisi saham perusahaan berada di level *undervalue*, sehingga perusahaan pun berencana untuk membeli kembali saham

perusahaannya (Wansley et al., 1989). Hipotesis ini dikenal sebagai *the information signalling hypothesis* dalam 3 (tiga) arti (Dixon et al., 2008), yaitu

1. Perusahaan percaya bahwa saham perusahaan sedang *undervalue*.
2. Perusahaan melihat adanya penurunan harga saham.
3. Untuk meningkatkan kemampuan *earnings per share* perusahaan.
4. Sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan akan mendapatkan pendapatan lebih dan harga saham akan meningkat di masa yang akan datang.
5. Untuk mendapatkan perhatian dari pasar modal melalui *stock repurchase*.

Berdasarkan penelitian Reddy (2014), untuk menilai kondisi saham suatu perusahaan, digunakan variabel *Price to Earning Ratio* dan *Price To Book Value* di mana semakin rendah nilai saham atau semakin kecil PER maupun PBV suatu perusahaan, maka semakin besar *stock repurchase* yang dilakukan oleh suatu perusahaan.

Hipotesis 5 : *valuation* memiliki hubungan yang negatif dengan *stock repurchase*.



Gambar 2.9. Hubungan Antara *Valuation* dan *Stock Repurchase*

2.7.4. *Agency Problem Terhadap Stock Repurchase*

Salah satu cara untuk memitigasi *agency problem* adalah melakukan *stock repurchase* (Teng & Hachiya, 2013). *Agency problem* juga dipengaruhi oleh *managerial* dan *ownership structure* (Jensen & Meckling, 1976). Sehingga dengan melakukan *stock repurchase*, perusahaan dapat mentransfer kepemilikan pemegang saham kepada perusahaan (Wansley et al., 1989). Menurut Wang et al. (2013), *stock repurchase* dapat mengurangi *agency problem* di mana perusahaan memiliki *agency cost* yang tinggi. Sehingga perusahaan akan bersedia untuk melakukan *stock repurchase* ketika perusahaan memiliki *agency problem* yang sangat besar (Haris & Glegg, 2009).

Hipotesis 6 : *agency problems* memiliki hubungan yang positif dengan *stock repurchase*.



Gambar 2.10. Hubungan Antara *Agency Problems* dan *Stock Repurchase*

2.8. Penelitian Terdahulu

Berikut ini penelitian terdahulu yang meneliti mengenai *agency problem* dan *stock repurchase* yang menjadi acuan dalam memetakan kerangka pemikiran:

Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu.

No.	Pengarang	Tahun	Judul	Metode	Hasil
1.	Reddy Yaram	2014	<i>Factor Influencing on-market Share Repurchase Decisions in Australia</i>	<i>Probit Panel Model dan Random Effects Panel</i>	Penelitian ini membuktikan hipotesis <i>undervaluation</i> , <i>signalling</i> , dan <i>ownership structure</i> terhadap keputusan <i>stock repurchase</i> di Australia. Sehingga hipotesis ini menjadi variabel laten dalam penelitian.
2.	Teng dan Hachiya	2013	<i>Agency Problems and Stock Repurchases: Evidence from Japan</i>	<i>Regression multivariate analysis</i>	Sebuah penelitian yang membuktikan <i>agency problem</i> dan <i>stock repurchase</i> di Jepang. Penelitian ini menguji <i>stock repurchase</i> dalam perspektif keagenan di mana menggunakan tiga dimensi, yaitu <i>interest conflict</i> dan <i>information asymmetry</i> , <i>managerial discretion</i> , dan alternatif lainnya. Penelitian ini menyimpulkan bahwa keinginan para manajer untuk mengatasi <i>agency problem</i> di mana terdapat perbedaan kepentingan melalui <i>stock repurchase</i> dengan menggunakan dana perusahaan, serta perusahaan akan lebih memilih melakukan <i>stock repurchase</i> untuk mengatasi <i>agency problem</i> .
3.	M. Jagannathan, Clifford P. Stephens, dan Michael S. Weisbach	2000	<i>Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchase</i>	<i>Multinomial logit model</i>	Penelitian ini menunjukkan fleksibilitas perusahaan dalam memilih keputusan antara memberikan dividen atau melakukan <i>stock repurchase</i> di pasar modal Amerika Serikat. Penelitian ini menunjukkan bahwa <i>repurchase</i> lebih volatil daripada <i>dividend</i> dan perusahaan perlu mempertimbangkan <i>valuation</i> supaya dapat melihat pengeluaran yang akan dikeluarkannya

Tabel 2.2. Lanjutan Penelitian Terdahulu.

No.	Pengarang	Tahun	Judul	Metode	Hasil
4.	Dittmar	2000	<i>Why Do Firms Repurchase Stock?</i>	<i>Tobit model</i>	Pada penelitian ini meneliti mengapa perusahaan melakukan <i>stock repurchase</i> . Variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu arus kas, kas, <i>market to book</i> , dividen, ukuran perusahaan, <i>leverage</i> , <i>takeover</i> , dan <i>options</i> . Penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan melakukan <i>stock repurchase</i> ketika harga saham perusahaannya undervalue, memiliki kelebihan kas, dan keinginan untuk mendominasi kepemilikan. Akan tetapi, disini dibuktikan bahwa <i>stock repurchase</i> tidak dapat menggantikan dividen.
5.	Bagwell	1991	<i>Share Repurchase and Takeover Deterrence</i>	<i>The supply curve</i>	<i>Stock repurchase</i> digunakan sebagai taktik defensif untuk menguasai kepemilikan dan <i>stock repurchase</i> terjadi ketika pajak atas <i>capital gain</i> meningkat dan rendahnya tingkat suku bunga.
6.	Jensen & Meckling	1976	<i>Theory of The Firms: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure</i>	<i>Pareto, the supply curve</i>	Jurnal penelitian ini membahas mengenai teori perusahaan, yaitu <i>managerial behavior</i> , <i>agency costs</i> dan <i>ownership structure</i> . Pada penelitian ini dibuktikan bahwa hubungan keagenan dapat mengakibatkan terjadinya informasi asimetris di mana adanya perbedaan informasi antara manajemen dengan prinsipal, serta adanya konflik kepentingan karena adanya perbedaan tujuan.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1. *Flowchart* Penelitian

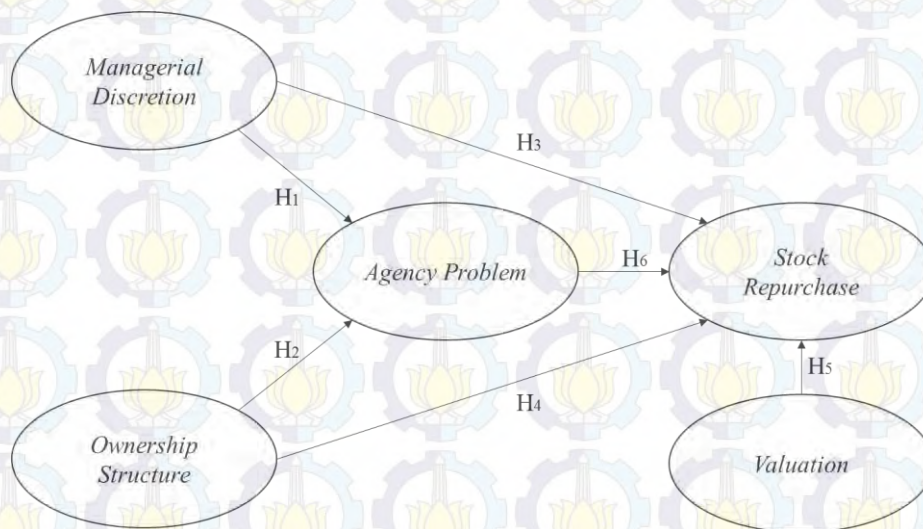
Dalam penelitian ini, terdapat *flowchart* yang merupakan ringkasan penelitian yang akan dilakukan :



Gambar 3.1. *Flowchart* Penelitian.

3.2. Kerangka dan Hipotesis Penelitian

Penelitian ini memiliki kerangka yang dikembangkan dari penelitian Teng dan Hachiya (2013) menjadi *structural equation model* (SEM). Pada penelitian Teng dan Hachiya, melihat hubungan *managerial discretion*, *ownership structure*, dan *valuation* terhadap *agency problem* dan *stock repurchase*. Sehingga pada penelitian ini akan diteliti hubungan langsung dan tidak langsung terhadap *agency problem* dan *stock repurchase*. Berikut ini kerangka penelitian ini:



Gambar 3.2. Kerangka Penelitian

Kerangka penelitian ini dikembangkan dari penelitian Teng & Hachiya (2013) dan Reddy (2014). Penelitian Teng & Hachiya (2013) meneliti hubungan antara *agency problem* dengan *stock repurchase* beserta faktor-faktor lainnya dengan menggunakan analisis multivariat. Sedangkan, penelitian Reddy (2014) meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi *stock repurchase* dan penelitian ini menambahkan faktor *valuation* sebagai variabel laten yang mempengaruhi keputusan *stock repurchase*. Pada penelitian ini, variabel konstruk berasal dari Teng & Hachiya (2013) dan beberapa indikator menggunakan penelitian dari Ditmar (2000), Reddy (2014), dan Chakraborty (2010). Akan tetapi, penelitian ini menggunakan metode yang berbeda daripada kedua penelitian sebelumnya di mana penelitian ini menggunakan metode *structural equation modelling*.

Dari kerangka penelitian, dapat dibangun 8 (enam) hubungan, yaitu Hubungan 1: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Hubungan 2: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Hubungan 3: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif *stock repurchase*.

Hubungan 4: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

Hubungan 5: *Valuation* memiliki pengaruh negatif terhadap *stock repurchase*.

Hubungan 6: *Agency problem* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*

Hubungan 7: *Managerial discretion* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini.

Hubungan 8: *Ownership structure* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini..

3.3. Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder ini berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI), Indonesia Capital Market Library (Icamel), dan *website* perusahaan terkait. Untuk mengetahui informasi mengenai aktivitas *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan, digunakanlah bagian perubahan modal saham yang terdapat pada laporan keuangan perusahaan. Selain itu, data sekunder berasal dari literatur dan jurnal penelitian sebelumnya yang menjadi referensi penelitian.

3.4. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian *exploratory* yang menjelaskan hubungan sebab-akibat. Dalam penelitian ini akan diuji enam hipotesis yang disaring dari penelitian Teng & Hachiya (2013). Menurut Hair et al. 2003, *exploratory research* akan berguna ketika rumusan masalah hanya memiliki sedikit teori untuk dapat memprediksi suatu fenomena.

3.5. Populasi dan Desain Sampling

Perusahaan di Indonesia dan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *stock repurchase* adalah populasi dalam penelitian ini. Sedangkan, untuk mendapatkan sampel, digunakanlah *purposive sampling* yang merupakan suatu teknik statistika yang memilih data berdasarkan kriteria yang dibutuhkan,

tidak secara acak, dan melihat ketersediaan data. Adapun kriteria pemilihan sampel sebagai berikut:

1. Perusahaan melakukan *stock repurchase* antara tahun 2002 hingga 2014 dengan cara mengumumkan di bursa saham. Terdapat 69 perusahaan yang melakukan *stock repurchase*.
2. Perusahaan aktif di Bursa Efek dan tidak *delisting* dari tahun 2001 hingga tahun 2014. Terdapat empat perusahaan yang keluar dari Bursa Efek, yaitu PT Sari Husada Tbk, PT Semen Baturaja Tbk, PT Suryainti Permata Tbk, dan PT Dynaplast Tbk.
3. Perusahaan tidak melakukan *stock repurchase* dan IPO (*Initial Public Offering*) di tahun yang sama sebab perusahaan tidak menyampaikan laporan keuangan tahun sebelum IPO di mana ada indikator penelitian yang menggunakan laporan keuangan satu tahun sebelum pelaksanaan *stock repurchase*. Terdapat dua perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dan IPO di tahun yang sama, yaitu PT Electronic City Indonesia Tbk dan PT Dyandra Media International Tbk.
4. Setiap aktivitas *stock repurchase* pada satu tahun dianggap sebagai satu sampel. Sebagai contoh perusahaan A melakukan *stock repurchase* pada tahun 2002 dan tahun 2003, maka pada kasus ini diambil sebagai dua sampel yang berbeda. Terdapat 108 aktivitas *stock repurchase* dari tahun 2002 hingga 2014.

3.6. Pengukuran dan Variabel Penelitian

Ukuran dan variabel penelitian yang disaring dari Teng & Hachiya (2013), serta terdapat variabel manifes baru yang ditambahkan dalam penelitian ini, yaitu *Price to Earning Ratio*. Variabel ini sering digunakan dalam berbagai macam penelitian mengenai *stock repurchase* sebagai faktor yang menilai keadaan saham suatu perusahaan sebelum perusahaan tersebut melakukan *stock repurchase*. Berikut ini variabel konstruk dan variabel manifes yang digunakan dalam penelitian ini:

Table 3.1. Variabel Konstruk Penelitian

Variabel Konstruk	Definisi	Sumber
<i>Managerial discretion</i> (ξ_1)	Suatu kebijakan perusahaan dalam mendistribusikan dana yang dimilikinya untuk memenuhi kepentingan pemangku kepentingan	Teng dan Hachiya (2013)
<i>Ownership structure</i> (ξ_2)	Struktur kepemilikan di suatu perusahaan yang terdiri dari pemilik manajemen (<i>stable holdings</i>) dan pemilik non-manajemen (<i>institutional holdings</i>).	Teng dan Hachiya (2013)
<i>Valuation</i> (ξ_3)	Menilai murah atau mahal nya saham ketika perusahaan hendak melakukan <i>stock repurchase</i> .	Reddy (2014)
<i>Agency problems</i> (η_1)	Konflik kepentingan antara manajemen, <i>shareholder</i> , dan <i>debtholder</i> yang memunculkan <i>agency cost</i> di perusahaan.	Teng dan Hachiya (2013)
<i>Stock repurchase</i> (η_2)	Sejumlah saham yang dibeli kembali oleh perusahaan guna mengurangi jumlah saham yang beredar di pasar modal	Teng dan Hachiya (2013)

Table 3.2. Ukuran Variabel Konstruk Penelitian

Konstruk	Indikator/ Manifest	Definisi	Formulasi
<i>Managerial Discretion</i> (ξ_1)	Kas/Total Aset (X1)	Proporsi kas terhadap total aset yang dimiliki oleh perusahaan.	$\frac{Kas\ t - 1}{Total\ aset\ t - 1}$
	<i>Free cash flow</i> / Total aset (X2)	Proporsi nilai kas yang sewaktu-waktu dapat ditarik oleh <i>shareholder</i> /pemangku kepentingan terhadap total aset yang dimiliki oleh perusahaan	$\frac{Free\ Cash\ Flow\ t - 1}{Total\ aset\ t - 1}$
<i>Ownership Structure</i> (ξ_2)	<i>Stable holdings</i> (X3)	Pihak dalam perusahaan yang memiliki saham di perusahaan tersebut dan terlibat dalam aktivitas operasional perusahaan.	$\frac{Jumlah\ saham\ yang\ dimiliki\ pihak\ dalam\ t - 1}{Total\ jumlah\ saham\ t - 1}$
	<i>Institutional holdings</i> (X4)	Pihak luar perusahaan yang memiliki saham di perusahaan tersebut dan memiliki suara dalam pengambilan keputusan.	$\frac{Jumlah\ saham\ yang\ dimiliki\ pihak\ luar\ t - 1}{Total\ jumlah\ saham\ t - 1}$

Table 3.3. Lanjutan Ukuran Variabel Konstruk Penelitian

Konstruk	Indikator/ Manifest	Definisi	Formulasi
Valuation (ξ3)	<i>Price to book</i> (X5)	Perbandingan harga saham terhadap nilai buku saham.	$\frac{\text{Harga saham } t - 1}{\text{Total ekuitas per lembar saham } t - 1}$
	<i>Price to earning</i> (X6)	Sebuah tolak ukur yang menilai murah atau mahal nya suatu saham.	$\frac{\text{Harga saham } t - 1}{\text{Pendapatan tiap lembar saham } t - 1}$
Agency Problems (η1)	<i>Dividend Payout Ratio</i> (Y1)	Sejumlah laba perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham.	$\frac{\text{Dividend } t - 1}{\text{Laba Bersih } t - 1}$
	<i>1/ Interest Coverage Ratio</i> (Y2)	Kemampuan perusahaan dalam membayar bunga hutang dengan menggunakan laba sebelum pajak dan bunga	$\frac{\text{Interest Debt } - 1}{\text{EBIT} t - 1}$
Stock Repurchase (η2)	Nilai <i>Stock Repurchase</i> (Y3)	Jumlah dana yang digunakan perusahaan untuk membeli kembali sejumlah lembar saham	Nilai <i>stock repurchase t</i>

3.7. Metode *Structural Equation Modelling*

Dalam pengolahan data dengan menggunakan metode *structural equation modelling* / SEM sebab penelitian ini melihat hubungan secara simultan antara variabel laten dengan variabel manifes yang lain, serta hubungan antara satu variabel laten dengan variabel laten lainnya yang didasari oleh jurnal penelitian terdahulu dan referensi lainnya (Latan, 2013). Dengan demikian, metode SEM dapat menganalisis multivariat yang dapat menganalisis hubungan antarvariabel yang lebih kompleks.

Di dalam model persamaan struktural terdapat beberapa istilah yang perlu diperhatikan. Istilah-istilah tersebut antara lain :

1. Variabel/Konstruk Eksogen

Variabel yang tidak dipengaruhi oleh variabel sebelumnya.

2. Variabel/Konstruk Endogen

Variabel yang dipengaruhi oleh variabel sebelumnya.

3. Variabel/Konstruk Laten

Variabel yang tidak dapat diukur secara langsung. Variabel Laten dapat diukur oleh indikator-indikator atau variabel manifest (pertanyaan dalam bentuk skala likert).

4. Variabel Indikator/Manifest.

Variabel yang dapat diukur melalui berbagai media pengumpulan data.

Berikut ini variabel eksogen dan endogen, serta variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Table 3.4. Variabel Eksogen, Endogen, dan Manifes Penelitian

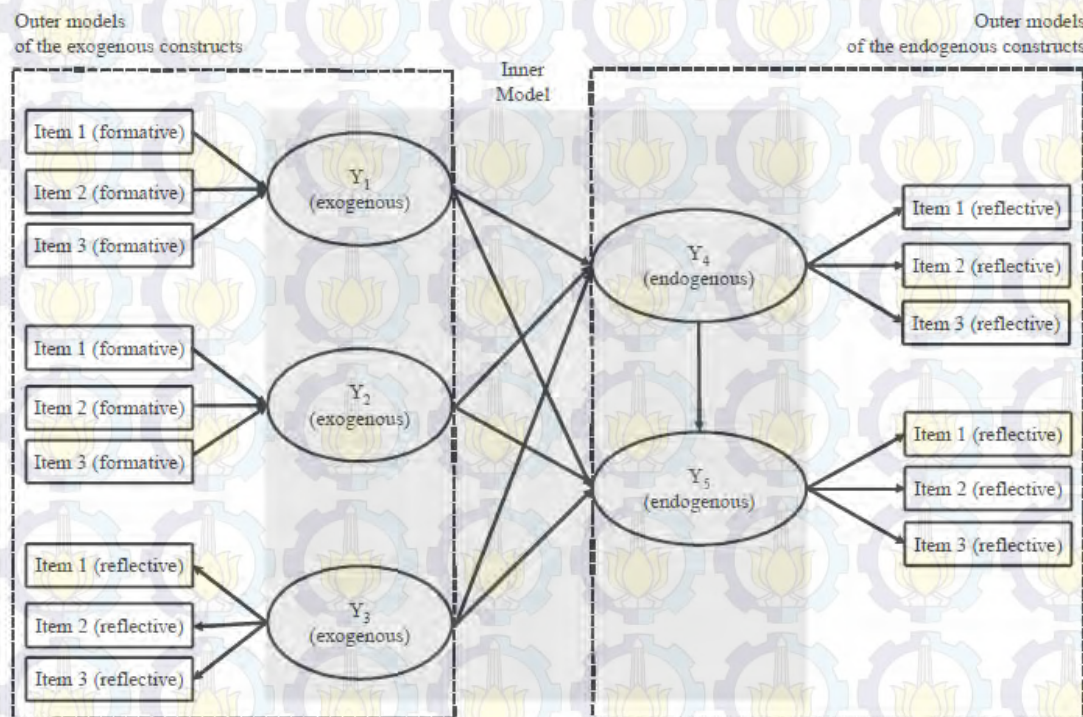
Variabel Eksogen	Variabel Manifes	Variabel Endogen	Variabel Manifes
1. Managerial discretion	1. Kas 2. <i>Free cash flow</i>	1. <i>Agency problem</i>	1. Dividen 2. <i>Interest debt</i>
2. <i>Ownership structure</i>	1. <i>Institutional holdings</i> 2. <i>Stable holdings</i>	2. <i>Stock repurchase</i>	1. Nilai <i>stock repurchase</i>
3. <i>Valuation</i>	1. <i>Price to book</i> 2. <i>Price to earning</i>		

3.7.1. *Partial Least Square*

Jenis metode SEM yang digunakan dalam penelitian ini adalah *partial least squares path modeling* (PLS-SEM). PLS juga merupakan sebuah metode analisis yang sangat kuat karena dapat diterapkan pada semua skala data, tidak membutuhkan banyak asumsi, dan sebagai konfirmasi hubungan-hubungan yang belum memiliki landasan teori yang kuat (Nyoman & Sumertajaya, 2008). Menurut Latan (2013), PLS-SEM ini digunakan untuk mengembangkan ataupun membangun suatu hipotesis, memprediksi situasi yang kompleks, dan sebuah fitur yang memudahkan menganalisis multivariat data. PLS-SEM juga berorientasi kepada *component based predictive model* dan menggunakan algoritma yang memungkinkan mendapatkan *the best weight estimate* di setiap variabel laten, serta PLS-SEM berbeda dengan SEM yang sebelumnya atau umumnya (*Covariance based-SEM*) yang berbasis kepada pembuktian teori dengan asumsi parametik yang harus dipenuhi (Ghozali, 2014). Penelitian Hutaeruk et al. (2014) juga menggunakan PLS-SEM dengan 128 sampel.

Sampel yang disyaratkan dalam SEM, yaitu sebanyak 10 kali dari jumlah indikator (terdapat 9 indikator) sehingga jumlah sampel yang dibutuhkan dalam penelitian ini minimal 90 sampel (Ghozali, 2014).

PLS-SEM memiliki 2 (dua) spesifikasi model, yaitu *inner* dan *outer model*. *Inner model* merupakan model yang menggambarkan hubungan antara sesama variabel laten yang ingin dievaluasi, sedangkan *outer model* yang dikenal sebagai model pengukuran merupakan model yang menggambarkan hubungan antara indikator dengan variabel laten. *Outer model* juga merupakan salah satu bagian yang paling penting dalam pengolahan PLS, sebab hipotesis hubungan yang terjadi di *inner model* bergantung pada validitas dan reliabilitas dari *outer model* (Hair et al., 2014).



Gambar 3.3. *Outer Model* dan *Inner Model*.

Sumber : Hair et al. (2014).

Menurut Nyoman dan Sumertajaya (2008) dan Ghozali (2014), pengolahan PLS-SEM dengan menggunakan *software* terdapat 7 (tujuh) langkah pemodelan, yaitu

1. Merancang model struktural (*inner model*).
2. Merancang model pengukuran (*outer model*).
3. Mengkontruksi diagram jalur.

4. Konversi diagram jalur ke dalam sistem persamaan.
5. Estimasi.
6. *Goodness of fit*.

Untuk mengukur tingkat kecocokan dari model yang digunakan dalam penelitian ini, terdapat dua macam model pengukuran yang dilakukan dalam pengolahan PLS-SEM, yaitu

1) *Outer model*

Table 3.5. Kriteria *Outer Model*

Evaluasi	Kriteria
1. Convergent Validity	
<i>Loading Factor</i>	<i>Outer loading</i> $\geq 0,50$
<i>Average Variance Extracted (AVE)</i>	$\geq 0,50$
2. Discriminant Validity	
Akar AVE > Korelasi antarvariabel	
3. Uji Reliabilitas	
<i>Composite Reliability</i>	$\geq 0,50$

2) *Inner model*

Table 3.6. Kriteria *Inner Model*

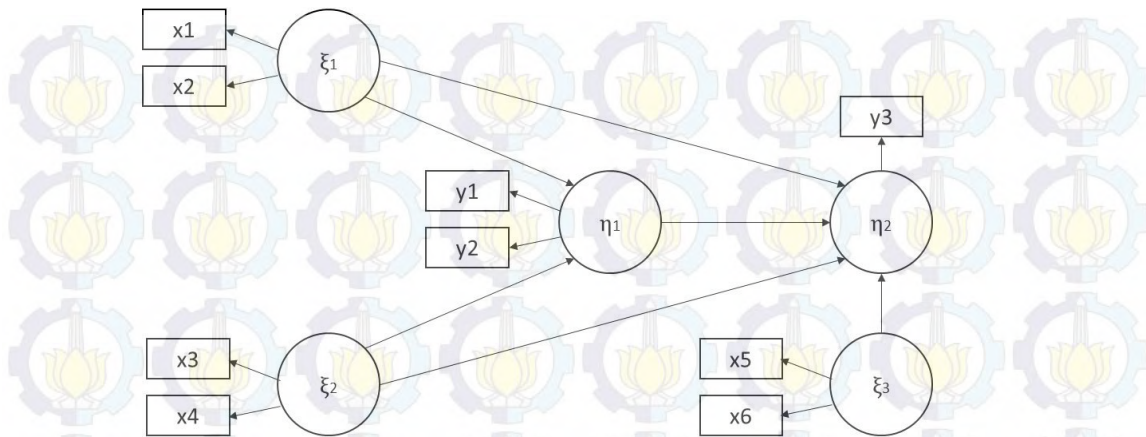
Evaluasi	Kriteria
Antar variabel laten endogen	Baik (0,67), moderat (0,33), lemah (0,19)
<i>Effect size</i>	Semakin besar F^2 , semakin besar pengaruhnya
Relevansi prediksi	Q^2 Semakin mendekati 1, maka model dapat memprediksi berdasarkan data

7. Pengujian hipotesis.

Pengujian hipotesis akan menggunakan T-stat dengan tingkat kepercayaan sebesar 90% sebab penelitian ini merupakan penelitian sosial dengan cakupan yang luas. Sehingga hipotesis akan signifikan bila bernilai $\geq 1,66$. Selain itu, juga akan diuji dua *indirect effect*, yaitu

- 1) *Managerial discretion* \rightarrow *agency problem* \rightarrow *stock repurchase*
- 2) *Ownership structure* \rightarrow *agency problem* \rightarrow *stock repurchase*

Desain penelitian ini memiliki bentuk *structural equation modelling* sebagai berikut:



Gambar 3.4. Kerangka SEM.

Kerangka SEM dari penelitian ini memiliki persamaan-persamaan sebagai berikut:

1. Persamaan *outer model*

1) Variabel laten eksogen 1 (*managerial discretion*)

$$X_1 = \lambda_{x1} \xi_1 + \delta_1$$

$$X_2 = \lambda_{x2} \xi_1 + \delta_2$$

2) Variabel laten eksogen 2 (*ownership structure*)

$$X_3 = \lambda_{x3} \xi_2 + \delta_3$$

$$X_4 = \lambda_{x4} \xi_2 + \delta_4$$

3) Variabel laten eksogen 3 (*valuation*)

$$X_5 = \lambda_{x5} \xi_3 + \delta_5$$

$$X_6 = \lambda_{x6} \xi_3 + \delta_6$$

4) Variabel laten endogen 1 (*agency problem*)

$$Y_1 = \lambda_{y1} \eta_1 + \varepsilon_1$$

$$Y_2 = \lambda_{y2} \eta_1 + \varepsilon_2$$

5) Variabel laten endogen 2 (*stock repurchase*)

$$Y_3 = \lambda_{y3} \eta_2 + \varepsilon_3$$

Penulisan persamaan *outer model* di atas memiliki pengertian. Variabel X dan Y merupakan variabel manifes untuk variabel laten eksogen (ξ) dan variabel laten endogen (η). Selain itu, terdapat λ yang merupakan nilai *outer loading* yang menunjukkan koefisien regresi sederhana antara variabel indikator/manifes dengan variabel latennya. Tidak hanya itu, dalam persamaan *outer model* juga terdapat kesalahan pengukuran (*noise*) yang ditunjukkan oleh variabel δ untuk eksogen dan

ε untuk endogen (Nyoman & Sumertajaya, 2008). Berikut ini keterangan variabel persamaan *outer model* penelitian :

Table 3.7. Keterangan Persamaan *Outer Model*

Variabel Manifes	Variabel Laten	<i>Outer Loading</i>	<i>Noise</i>
X ₁ = kas	$\xi_1 = \text{managerial}$	$\lambda_{X1} = \text{outer loading kas}$	$\delta_1 = \text{noise kas}$
X ₂ = free cash flow	<i>discretion</i>	$\lambda_{X2} = \text{outer loading free}$	$\delta_2 = \text{noise free cash}$
X ₃ = proporsi institutional holdings	$\xi_2 = \text{ownership}$ <i>structure</i> $\xi_3 = \text{valuation}$	<i>cash flow</i> $\lambda_{X3} = \text{outer loading}$ proporsi <i>institutional</i>	<i>flow</i> $\delta_3 = \text{noise proporsi}$ <i>institutional</i>
X ₄ = proporsi stable holdings	$\eta_1 = \text{agency}$ <i>problems</i>	<i>holdings</i> $\lambda_{X4} = \text{outer loading}$	$\delta_4 = \text{noise proporsi}$ <i>stable holdings</i>
X ₅ = price to book value	$\eta_2 = \text{stock}$ <i>repurchase</i>	proporsi <i>stable</i> <i>holdings</i>	$\delta_5 = \text{noise price to}$ <i>book value</i>
X ₆ = price to earning		$\lambda_{X5} = \text{outer loading price}$ <i>to book value</i>	$\delta_6 = \text{noise price to}$ <i>earning</i>
Y ₁ = dividen yang didistribusikan perusahaan		$\lambda_{X6} = \text{outer loading price}$ <i>to earning</i>	$\varepsilon_1 = \text{noise dividen}$
Y ₂ = interest debt yang dibayarkan perusahaan		$\lambda_{Y1} = \text{outer loading}$ dividen	$\varepsilon_2 = \text{noise interest}$ <i>debt</i>
Y ₃ = proporsi nominal stock repurchase		$\lambda_{Y2} = \text{outer loading}$ <i>interest debt</i>	$\varepsilon_3 = \text{noise nominal}$ <i>stock repurchase</i>
		$\lambda_{Y3} = \text{outer loading}$ nominal <i>stock</i> <i>repurchase</i>	

2. Persamaan *inner model*

$$\eta_1 = \gamma_1 \xi_1 + \gamma_2 \xi_2 + \zeta_1$$

$$\eta_2 = \beta_1 \eta_1 + \gamma_4 \xi_1 + \gamma_5 \xi_2 + \gamma_3 \xi_3 + \zeta_2$$

Persamaan *inner model* ditulis dengan lambang γ , β , dan ζ . Variabel γ merupakan koefisien jalur/hubungan antara variabel laten endogen dengan variabel laten eksogen. Variabel β berbeda dengan variabel γ di mana variabel ini merupakan koefisien jalur antara variabel laten endogen dengan variabel laten endogen lainnya. Disamping itu, terdapat variabel residual yang dilambangkan dengan ζ (Nyoman & Sumertajaya, 2008).

Table 3.8. Keterangan Persamaan *Inner Model*

Variabel Laten	Koefisien Jalur	Variabel Residual
$\xi_1 = \text{managerial discretion}$	$\gamma_1 =$ koefisien jalur <i>managerial discretion</i> dengan <i>agency problems</i>	$\zeta_1 =$ residual <i>agency problems</i>
$\xi_2 = \text{ownership structure}$	$\gamma_2 =$ koefisien jalur <i>ownership structure</i> dengan <i>agency problems</i>	$\zeta_2 =$ residual <i>stock repurchase</i>
$\xi_3 = \text{valuation}$	$\gamma_3 =$ koefisien jalur <i>valuation</i> dengan <i>stock repurchase</i>	
$\eta_1 = \text{agency problems}$	$\gamma_4 =$ koefisien jalur <i>managerial discretion</i> dengan <i>stock repurchase</i>	
$\eta_2 = \text{stock repurchase}$	$\gamma_5 =$ koefisien jalur <i>ownership structure</i> dengan <i>stock repurchase</i>	
	$\beta_1 =$ koefisien jalur <i>agency problem</i> dengan <i>stock repurchase</i>	

Selain persamaan, dari kerangka alur SEM ini juga dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

$H_{a,1}$: *Managerial discretion* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

$H_{o,1}$: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Hipotesis 2: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

$H_{a,2}$: *Ownership structure* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

$H_{o,2}$: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Hipotesis 3: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

$H_{a,3}$: *Managerial discretion* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

$H_{o,3}$: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

Hipotesis 4: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

$H_{a,4}$: *Ownership structure* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

$H_{o,4}$: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

Hipotesis 5: *Valuation* memiliki pengaruh negatif terhadap *stock repurchase*.

$H_{a,5}$: *Valuation* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *stock repurchase*.

$H_{o,5}$: *Valuation* memiliki pengaruh negatif terhadap *stock repurchase*.

Hipotesis 6: *Agency problem* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

$H_{a,6}$: *Agency problem* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

$H_{o,6}$: *Agency problem* memiliki pengaruh positif terhadap *stock repurchase*.

Hipotesis 7: *Managerial discretion* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini.

$H_{a,7}$: *Managerial discretion* tidak memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini.

$H_{o,7}$: *Managerial discretion* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini.

Hipotesis 8: *Ownership structure* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini..

$H_{a,8}$: *Ownership structure* tidak memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini.

$H_{o,8}$: *Ownership structure* memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *stock repurchase* di mana *agency problem* mengintervensi hubungan ini.

BAB IV

PENGUMPULAN DAN PENGOLAHAN DATA

Pada bab ini akan dibahas mengenai pengumpulan data yang berasal dari berbagai sumber dan pengolahan data penelitian dengan menggunakan teknik *partial least square* (PLS-SEM).

4.1. Pengumpulan Data

Data-data yang dikumpulkan berupa data sekunder yang diambil dari laporan keuangan tahunan sejumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2014. Laporan keuangan tahunan ini adalah laporan yang diumumkan oleh *listed company* secara periodik. Laporan keuangan tahunan ini telah diaudit oleh para auditor sesuai dengan ketentuan dari aturan pasar modal di Indonesia.

Beberapa data lain yang menyangkut aktivitas *stock repurchase*, dari tahun 2002 hingga tahun 2014, diambil dari berbagai macam sumber lain seperti *website* perusahaan yang bersangkutan, berita mengenai *stock repurchase*, www.idx.co.id, www.icamel.id, dan www.ojk.go.id. Untuk memvalidiasi berita *stock repurchase* tersebut, dilakukan penyaringan dengan memeriksa apakah perusahaan tersebut melakukan *stock repurchase* atau tidak.

Data yang dikumpulkan dari tahun 2001 hingga 2014 dengan alasan bahwa data-data tersebut merupakan data terakhir dari Bursa Efek dan setelah Indonesia melewati masa krisis ekonomi 1998. Penelitian ini melihat kondisi dari setelah tercapainya kestabilan ekonomi di Indonesia dan melihat kondisi saat ini. Sehingga penelitian ini dapat memperlihatkan perkembangan *stock repurchase* dari tahun ke tahun di Indonesia.

4.1.1. Variabel Penelitian dan Perusahaan Dalam Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari penelitian Teng dan Hachiya (2013) dan Reddy (2014). Berikut ini variabel manifes penelitian dan sumber data yang digunakan :

Table 4.1. Sumber Data Variabel Manifes.

Variabel Manifes	Sumber Data
Kas (X1)	Laporan keuangan tahunan perusahaan 1 (satu) tahun sebelum aktivitas <i>stock repurchase</i>
<i>Free cash flow</i> (X2)	
<i>Institutional holdings</i> (X3)	
<i>Stable holdings</i> (X4)	
<i>Price to book</i> (X5)	
<i>Price to earning</i> (X6)	
Dividen (Y1), <i>Interest debt</i> (Y2)	
Nilai <i>stock repurchase</i> (Y3)	Laporan keuangan tahunan perusahaan saat perusahaan melakukan <i>stock repurchase</i> pada sub bab Modal Saham atau Saham Treasuri

Variabel manifes selain nilai *stock repurchase* (Y3) menggunakan data satu tahun sebelum *stock repurchase* dilakukan oleh suatu perusahaan. Misal, perusahaan PT Media Nusantara Citra (Tbk) melakukan *stock repurchase* tahun 2014, maka nilai *stock repurchase* berasal dari laporan keuangan tahunan 2014 dan variabel lainnya berasal dari laporan keuangan tahunan 2013. Metode pengambilan data ini berasal dari penelitian Teng dan Hachiya (2013) dengan asumsi perusahaan melakukan *stock repurchase* pada tahun tertentu dan mempertimbangkan faktor-faktor sebelum terjadinya *stock repurchase*. Di samping itu, variabel *free cash flow* (X2) berasal dari perhitungan peneliti di mana data-data perhitungan tersebut juga bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan.

Dari data yang telah dikumpulkan, terdapat 63 perusahaan yang pernah melakukan *stock repurchase* dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia hingga saat ini. Sebelum data ini terkumpul, terdapat beberapa perusahaan yang mengalami *delisting* dan melakukan *buyback* di tahun perusahaan tersebut IPO (*initial public offering*). Hal ini disebabkan ketika perusahaan tersebut *delisting*, maka Bursa Efek tidak akan menyediakan data tersebut, serta untuk perusahaan yang melakukan *buyback* bersamaan dengan IPO, terdapat data pada tahun sebelumnya yang dapat digunakan dalam penelitian ini. Berikut ini perusahaan yang termasuk dalam penelitian ini :

Table 4.2. Perusahaan Yang Termasuk Dalam Penelitian.

No.	Kode Perusahaan	Nama perusahaan	Institusi Perusahaan	Frekuensi Stock Repurchase
1	ACES	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Swasta	2
2	ADHI	PT Adhi Karya Tbk	Negara	2
3	APLN	PT Agung Podomoro Land Tbk	Swasta	1
4	ANTM	PT Aneka Tambang Tbk	Negara	1
5	AKPI	PT Arha Karya Prima Industry Tbk	Swasta	1
6	APLI	PT Asiaplast Industries Tbk	Swasta	1
7	ASDM	PT Asuransi Dayin Mitra Tbk	Swasta	1
8	ELTY	PT Bakrie Development Tbk	Swasta	1
9	UNSP	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk	Swasta	1
10	BBCA	PT Bank Central Asia, Tbk	Swasta	2
11	RMBA	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	3
12	BLTA	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	3
13	BUDI	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Swasta	2
14	PTBA	PT Bukit Asam Tbk	Negara	2
15	BUMI	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	3
16	DKFT	PT Central Omega Tbk	Swasta	1
17	CENT	PT Centrin Online Tbk	Swasta	1
18	CPIN	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Swasta	1
19	CLPI	PT Colorpak Indonesia Tbk	Swasta	1
20	DGIK	PT Duta Graha Indah Tbk	Swasta	1
21	ELSA	PT Elnusa Tbk	Swasta	1
22	GJTL	PT Gajah Tunggal Tbk	Swasta	1
23	BMTR	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	5
24	HMSP	PT HM sampoerna Tbk	Swasta	2
25	HITS	PT Humpus Intermoda Tbk	Swasta	1
26	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Swasta	2
27	DILD	PT Intiland Development Tbk	Swasta	1
28	JSMR	PT Jasa Marga Persero Tbk	Swasta	1
29	JTPE	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	Swasta	2
30	JRPT	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	4
31	IGAR	PT Kageo Igar Jaya Tbk	Swasta	1
32	KLBF	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	3
33	LPKR	PT Lippo Karawaci Tbk	Swasta	1
34	MPPA	PT Matahari Putra Prima Tbk	Swasta	2
35	MEDC	PT Medco Energi Internasional Tbk	Swasta	1
36	MNCN	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	4
37	MTDL	PT Metrodata Elektronik Tbk	Swasta	1
38	BHIT	PT MNC Investama Tbk	Swasta	5
39	BCAP	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Swasta	2
40	KPIG	PT MNC Land Tbk	Swasta	1
41	MLIA	PT Mulia Industrindo Tbk	Swasta	1
42	META	PT Nusantara Infrastructure Tbk	Swasta	1
43	PNLF	PT Panin Finansial Tbk	Swasta	1
44	PNIN	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	3
45	BBRM	PT Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk	Swasta	1

Table 4.3. Lanjutan Perusahaan Yang Termasuk Dalam Penelitian.

No.	Kode Perusahaan	Nama perusahaan	Institusi Perusahaan	Frekuensi Stock Repurchase
46	GPRA	PT Perdana Gapura Prima Tbk	Swasta	1
47	PGAS	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	Negara	1
48	PTRO	PT Petrosea Tbk	Swasta	1
49	LSIP	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Swasta	2
50	KKGI	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Swasta	2
51	RBMS	PT Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Swasta	1
52	SIMP	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Swasta	2
53	SGRO	PT Sampoerna Agro Tbk	Swasta	1
54	PTSN	PT Sat Nusapersada Tbk	Swasta	1
55	SMGR	PT Semen Gresik Tbk	Negara	1
56	SMAR	PT Sinar Mas Agro Resources And Technology Tbk	Swasta	1
57	SCMA	PT Surya Citra Media Tbk	Swasta	1
58	SSIA	PT Surya Semesta Internusa Tbk	Swasta	1
59	TLKM	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	6
60	TOTL	PT Total Bangunan Persada Tbk	Swasta	1
61	TRIM	PT Trimegah Securities Tbk	Swasta	2
62	TBLA	PT Tunas Baru Lampung Tbk	Swasta	1
63	WIKA	PT Wijaya Karya Tbk	Swasta	3

4.2. Pengolahan Data

Setelah data-data terkumpul dari berbagai macam sumber, data tersebut akan diolah dengan menggunakan dua metode analisis, yaitu analisis data deskriptif dan *partial least square* (PLS-SEM). Pengolahan data dengan menggunakan metode PLS-SEM ini nantinya akan dilakukan 2 (dua) kali, yaitu semua data dan hanya perusahaan swasta. Selain itu, pengolahan data akan menggunakan *software* Microsoft Excell dan Smartpls 3.0.

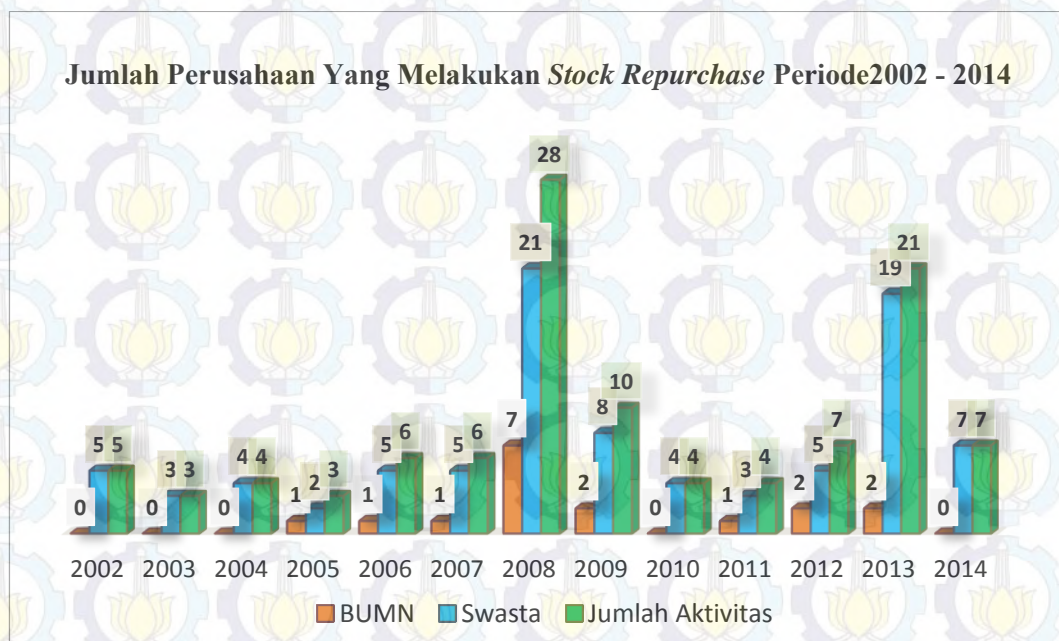
4.2.1. Pengolahan Statistik Deskriptif

Pengolahan statistik deskriptif menggunakan 63 perusahaan yang melakukan *stock repurchase*. Untuk setiap aktivitas *stock repurchase* dalam satu tahun, dianggap sebagai satu sampel. Sehingga dari tahun 2002 hingga 2014 terdapat 108 aktivitas *stock repurchase* (sampel) yang dilakukan oleh 63 perusahaan tersebut.

1. Tahun Aktivitas

Berdasarkan grafik 4.1, terdapat 91 aktivitas *stock repurchase* dilakukan oleh perusahaan swasta dan hanya 17 aktivitas yang dilakukan oleh perusahaan milik negara. Sehingga perusahaan milik swasta (85%) lebih banyak melakukan

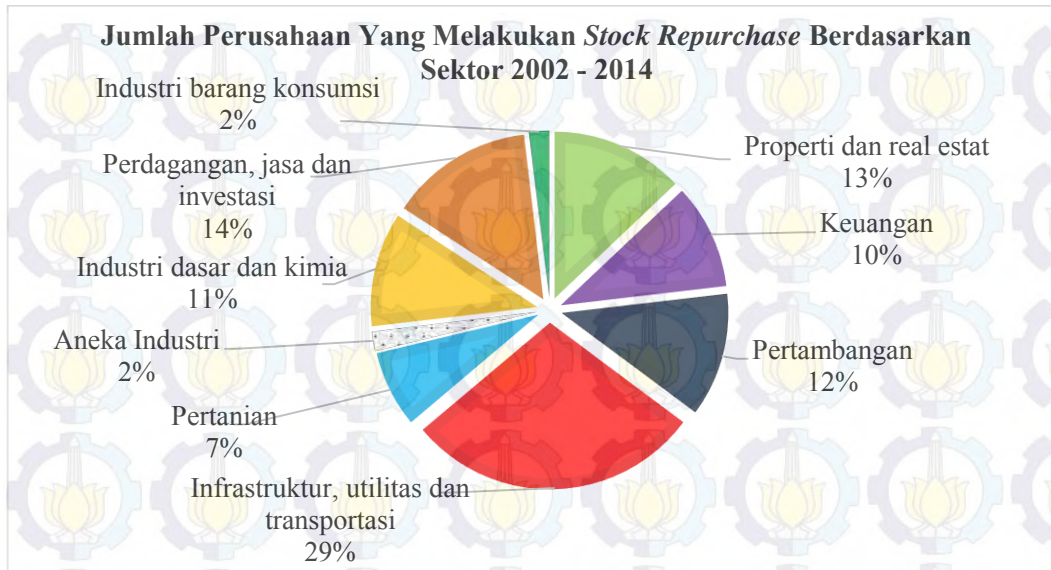
stock repurchase dari perusahaan milik negara (15%). Pada sisi lain, pada tahun 2008 dan 2013 menunjukkan adanya lonjakan aktivitas *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan di Indonesia. Pada tahun 2008 dan 2013, situasi nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia mengalami penurunan lebih dari 15%, sehingga pemerintah mengeluarkan kebijakan bahwa perusahaan tidak perlu melakukan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) untuk melakukan *stock repurchase*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan swasta cenderung melakukan *stock repurchase* dan ketika nilai IHSG menurun drastis.



Gambar 4.1. Aktivitas *Stock Repurchase* Tahun 2002 - 2014.
Sumber: diolah penulis.

2. Sektor Perusahaan

Berdasarkan grafik 4.2, aktivitas *stock repurchase* cenderung dilakukan oleh perusahaan yang bergerak di sektor Infrastruktur, utilitas dan transportasi (29%), serta diikuti oleh perusahaan perdagangan, jasa dan investasi (14%), properti dan real estat (13%), pertambangan (12%), industri dasar dan kimia (11%), keuangan (10%), pertanian (7%), aneka industri (2%), dan industri barang konsumsi (2%). Berdasarkan dari hasil rata-rata variabel manifes per setiap sektor, perusahaan sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi memiliki nilai kas (Rp 2,2 triliun), *free cash flow* (Rp 3,9 triliun), dan melakukan *stock repurchase* (Rp 428 miliar) paling besar daripada perusahaan sektor lainnya.



Gambar 4.2. Aktivitas *Stock Repurchase* Berdasarkan Sektor.
Sumber: diolah penulis.

3. Frekuensi Aktivitas

Berdasarkan tabel 4.3, terdapat 60,3% perusahaan 1 (satu) kali melakukan *stock repurchase* dan 39,7% lebih dari 1 (satu) kali dalam dari tahun 2002 hingga 2014. Sehingga perusahaan di Indonesia cenderung untuk tidak melakukan lagi kegiatan *stock repurchase* ini, serta tidak menjadi salah satu perhatian. Perusahaan yang paling sering melakukan *stock repurchase* dari tahun 2002 hingga 2014, yaitu PT Telekomunikasi Indonesia sebanyak 6 kali.

Table 4.4. Frekuensi *Stock Repurchase* yang Dilakukan Oleh Perusahaan.

Frekuensi	Jumlah Perusahaan	Persentase
1x	38	60.3%
2x	14	22.2%
3x	6	9.5%
4x	2	3.2%
5x	2	3.2%
6x	1	1.6%
TOTAL	63	100%

Sumber: diolah penulis.

4. Variabel Manifes

Data pada penelitian ini yaitu data keuangan perusahaan yang terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002 hingga tahun 2014. Pada bagian berikut akan disajikan deskripsi data yang meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standard deviasi data penelitian yang meliputi Kas, *Free Cash Flow*, *Stable Holdings*, *Institusional Holdings*, PBV, PER, *Dividend*, *Interest*

Debt, dan *Stock Repurchase* dari perusahaan yang menjadi sample penelitian yaitu 17 perusahaan milik negara dan 91 perusahaan milik swasta.

Table 4.5. Analisis Statistik Deskriptif Variabel Manifes Penelitian

Variabel Manifes	Statistik	Negara	Swasta	Semua
Kas/Total Aset (X1)	Minimum	0.061	0.008	0.008
	Maksimum	0.590	0.523	0.590
	Rata-rata	0.213	0.127	0.141
	Std. Deviasi	0.159	0.101	0.115
<i>Free Cash Flow</i> /Total Aset (X2)	Minimum	-0.210	-0.500	-0.500
	Maksimum	0.322	0.284	0.322
	Rata-rata	0.098	0.036	0.045
	Std. Deviasi	0.152	0.146	0.148
<i>Stable Holdings</i> (X3)	Minimum	0.510	0.000	0.000
	Maksimum	0.750	0.901	0.901
	Rata-rata	0.653	0.490	0.515
	Std. Deviasi	0.071	0.232	0.222
<i>Institutional Holdings</i> (X4)	Minimum	0.250	0.099	0.099
	Maksimum	0.490	1.000	1.000
	Rata-rata	0.347	0.510	0.484
	Std. Deviasi	0.071	0.232	0.222
PBV (X5)	Minimum	0.44	0.07	0.07
	Maksimum	12.43	10.35	12.43
	Rata-rata	4.123	1.858	2.214
	Std. Deviasi	2.847	1.96	2.265
PER (X6)	Minimum	4.380	-24.240	-24.240
	Maksimum	86.090	242.290	242.290
	Rata-rata	17.212	16.873	16.926
	Std. Deviasi	18.275	29.764	28.197
DPR (Y1)	Minimum	0.048	-0.618	-0.618
	Maksimum	0.711	1.368	1.368
	Rata-rata	0.306	0.225	0.238
	Std. Deviasi	0.187	0.296	0.282
1/ICR (Y2)	Minimum	0.001	-55.242	-55.242
	Maksimum	0.67	1.938	1.938
	Rata-rata	0.155	-0.394	-0.308
	Std. Deviasi	0.2	5.82	5.342
Nilai <i>Stock Repurchase</i> (Y3)	Minimum	2.501	0.029	0.029
	Maksimum	2087.462	1176.959	2087.462
	Rata-rata	674.930	118.984	206.494
	Std. Deviasi	824.282	206.157	422.756

Keterangan : Y3 dalam satuan miliar rupiah.

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.5, dapat diketahui bahwa dari segi nilai kas/total aset, rata-rata kas/total aset yang dimiliki oleh perusahaan yang melakukan *stock repurchase* sebesar 0,141 dengan nilai minimum 0,008 dan maksimum 0,590, serta terdapat varian yang kecil. Apabila membandingkan antara perusahaan milik

negara dan swasta, perusahaan milik negara memiliki rasio kas/total aset yang lebih besar dan variasi yang lebih besar daripada perusahaan swasta. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata kas/total aset pada perusahaan milik negara sebesar 0,213, sedangkan rata-rata kas perusahaan swasta sebesar 0,127. Rasio kas/total aset minimum sebesar 0,061 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data perusahaan PT Perusahaan Gas Negara Tbk tahun 2007, sedangkan nilai minimum kas/total aset pada perusahaan swasta sebesar 0,008 yaitu pada observasi data PT. Panin Insurance Tbk dan PT. Panin Finansial Tbk tahun 2007. Rasio kas/total aset maksimum 0,590 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Bukit Asam Tbk tahun 2011, sedangkan nilai maksimum kas/total aset pada perusahaan swasta sebesar 0,523 yaitu pada observasi data PT. Central Omega tahun 2013. Berdasarkan data di atas juga dapat diketahui bahwa rasio kas/total aset perusahaan milik negara dan swasta memiliki keragaman (variasi) yang rendah, karena nilai standar deviasi relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

Free cash flow/total aset yang dimiliki oleh perusahaan yang pernah melakukan *stock repurchase* periode 2002 hingga 2014 memiliki variasi yang besar, serta rata-rata FCF/total aset sebesar 0,045 dengan nilai minimum -0,500 dan maksimum 0,322. Perusahaan milik negara memiliki *Free Cash Flow*/total aset yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan swasta, serta perusahaan milik negara dan swasta memiliki keragaman (variasi) yang tinggi, dikarenakan nilai standar deviasi relatif lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata *Free Cash Flow*/total aset pada perusahaan milik negara sebesar 0,98, sedangkan rata-rata *Free Cash Flow*/total aset perusahaan swasta sebesar 0,036. Nilai *Free Cash Flow*/total aset minimum sebesar -0,210 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Wijaya Karya Tbk tahun 2007, sedangkan nilai minimum *Free Cash Flow*/total aset pada perusahaan swasta sebesar -0,500 yaitu pada observasi data PT. Ace Hardware Indonesia Tbk tahun 2007. Nilai maksimum sebesar 0,322 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk tahun 2011, sedangkan nilai maksimum *Free Cash Flow*/total aset pada perusahaan swasta sebesar 0,284 yaitu pada observasi data PT. Mulia Industrindo Tbk tahun 2012.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow*/total aset negatif berarti perusahaan tersebut sedang melakukan banyak aktivitas operasi atau pendanaan, sehingga tidak ada dana yang tersedia yang dapat diambil sewaktu-waktu oleh pemangku kepentingan.

Dilihat dari segi nilai *stable holdings*, persentase saham perusahaan yang pernah melakukan *stock repurchase* tahun 2002 hingga 2014 yang dimiliki oleh pihak manajemen sebesar 51,5% dengan nilai minimum 0,001% dan maksimum 90,1%, serta hanya terdapat varian yang kecil di dalam kepemilikannya. Perusahaan milik negara memiliki persentase *stable holdings* yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan swasta pada penelitian ini. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata kepemilikan *stable holdings* pada perusahaan milik negara sebesar 65,3% sedangkan rata-rata *stable holdings* perusahaan swasta sebesar 23%. Nilai minimum kepemilikan *stable holdings* perusahaan milik negara sebesar 51% (PT. Semen Gresik tahun 2007) dan perusahaan swasta sebesar 0,001% (PT Jaya Real Property tahun 2006 dan 2007). Selain itu, nilai maksimum kepemilikan *stable holdings* perusahaan milik negara sebesar 75%, yaitu PT Aneka Tambang tahun 2007 dan perusahaan swasta sebesar 90,1%, yaitu PT MNC Kapital Indonesia tahun 2012. Berdasarkan varian data, kepemilikan *stable holdings* perusahaan milik negara memiliki varian yang lebih kecil daripada perusahaan swasta.

Kepemilikan *institutional holdings* pada perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dalam 13 tahun terakhir memiliki rata-rata sebesar 48,4% dengan nilai minimum sebesar 9,9%, maksimum sebesar 99,99%, dan varian yang kecil. Perusahaan milik negara juga memiliki kepemilikan *institutional holdings* yang lebih besar daripada perusahaan swasta di mana rata-rata kepemilikan *institutional holdings* 34,7% untuk perusahaan milik negara dan 23% untuk perusahaan milik swasta. Berdasarkan nilai minimum, kepemilikan *institutional holdings* perusahaan milik negara sebesar 25%, yaitu PT Aneka Tambang tahun 2007 dan perusahaan swasta sebesar 9,9%, yaitu PT MNC Kapital Indonesia tahun 2012. Kepemilikan *institutional holdings* perusahaan milik negara terbesar dimiliki oleh perusahaan PT Semen Gresik tahun 2007 sebesar 49%, sedangkan perusahaan kepemilikan non manajemen perusahaan swasta terbesar, yaitu PT Jaya Real Property tahun 2007

dan 2008 sebesar 99,99%. Kepemilikan *institutional holdings* perusahaan milik negara memiliki varian kecil dan hal ini berkebalikan dengan perusahaan swasta.

Dilihat dari segi PER, perusahaan yang melakukan *stock repurchase* memiliki rata-rata sebesar 16,926 dengan nilai minimum sebesar -24,24 dan maksimum 242,29. Perusahaan milik negara memiliki PER yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan swasta. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata PER pada perusahaan milik negara sebesar 17.212, sedangkan rata-rata PER perusahaan swasta sebesar 16.873. Nilai PER minimum sebesar 4.380 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Adhi Karya Tbk tahun 2008, sedangkan nilai minimum PER pada perusahaan swasta sebesar -24.240 yaitu pada observasi data PT. Bentoel Internasional Investama Tbk tahun 2003. Nilai maksimum PER sebesar 86.090 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Jasa Marga Persero Tbk tahun 2007, sedangkan nilai maksimum PER pada perusahaan swasta sebesar 242.290 yaitu pada observasi data PT. Medco Energi Internasional Tbk tahun 2007. Berdasarkan data di atas juga dapat diketahui bahwa data PER perusahaan milik negara dan swasta memiliki keragaman (variasi) yang tinggi, dikarenakan nilai standar deviasi relatif lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

Perusahaan yang melakukan *stock repurchase* tahun 2002 hingga 2014 memiliki rata-rata PBV sebesar 2,214 dengan nilai minimum sebesar 0,07 dan maksimum sebesar 12,43. Perusahaan milik negara memiliki PBV yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan swasta. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata PBV pada perusahaan milik negara sebesar 4.123, sedangkan rata-rata PBV perusahaan swasta sebesar 1.858. Nilai PBV minimum sebesar 0.440 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Semen Gresik Tbk tahun 2007, sedangkan nilai minimum PBV pada perusahaan swasta sebesar 0.070 yaitu pada observasi data PT. MNC Investama Tbk tahun 2008. Nilai maksimum PBV sebesar 12.430 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Adhi Karya Tbk tahun 2007, sedangkan nilai maksimum PBV pada perusahaan swasta sebesar 10.350 yaitu pada observasi data PT. Bumi Resources Tbk tahun 2007. Berdasarkan data di atas juga dapat diketahui bahwa data PBV perusahaan milik negara memiliki keragaman (variasi) yang rendah, karena nilai standar deviasi

relatif lebih kecil jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya. Sementara itu data PBV pada perusahaan Swasta memiliki keragaman (variasi) yang tinggi, dikarenakan nilai standar deviasi relatif lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

Rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dibagikan oleh perusahaan yang melakukan *stock repurchase* sebesar 0,238 dengan nilai minimum sebesar Rp -0,618 dan maksimum sebesar 1,368, serta terdapat DPR yang dibayarkan antara perusahaan-perusahaan beragam. DPR dari perusahaan milik negara nilainya lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan Swasta. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata DPR pada perusahaan milik negara sebesar 0,306, sedangkan rata-rata DPR perusahaan swasta sebesar 0,225. Nilai DPR minimum sebesar 0,048 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Wijaya Karya Tbk tahun 2007, sedangkan nilai minimum DPR pada perusahaan swasta sebesar -0,618 yaitu pada observasi data PT. Bentoel Internasional Investama Tbk tahun 2003 ketika perusahaan saat mengalami kerugian. Nilai maksimum DPR sebesar 0,711 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Bukit Asam Tbk tahun 2012, sedangkan nilai maksimum DPR pada perusahaan swasta sebesar 1,368 yaitu pada observasi data PT. Asiaplast Industries Tbk tahun 2011. Berdasarkan data di atas juga dapat diketahui bahwa data DPR perusahaan milik negara dan swasta memiliki keragaman (variasi) yang tinggi, dikarenakan nilai standar deviasi relatif lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

Rata-rata $1/\text{Interest Coverage Ratio}$ ($1/ICR$) yang dimiliki oleh perusahaan yang melakukan *stock repurchase* sebesar -0,308 dengan nilai minimum -55,242 dan maksimum sebesar 1,938. Dilihat dari segi kemampuan perusahaan dalam memenuhi *interest debt*, maka dapat diketahui bahwa perusahaan milik negara memiliki kemampuan dalam membayar *interest debt* dengan laba dibandingkan dengan perusahaan Swasta. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata $1/ICR$ pada perusahaan milik negara sebesar 0,155, sedangkan rata-rata $1/ICR$ perusahaan swasta sebesar -0,394. Nilai $1/ICR$ minimum sebesar 0,001 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Bukit Asam Tbk tahun 2011 dan 2012, sedangkan nilai minimum $1/ICR$ pada perusahaan swasta sebesar -55,242 yaitu pada observasi data PT. Bentoel Internasional Investama Tbk tahun 2003 ketika

perusahaan ini sedang mengalami peningkatan beban yang ditanggungnya. Nilai maksimum 1/ICR sebesar 0,67 pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Jasa Marga Persero Tbk tahun 2007, sedangkan nilai maksimum 1/ICR pada perusahaan swasta sebesar 1,938 yaitu pada observasi data PT MNC Investama Tbk tahun 2008. Berdasarkan data di atas juga dapat diketahui bahwa data 1/ICR perusahaan milik negara dan swasta memiliki keragaman (variasi) yang tinggi, dikarenakan nilai standar deviasi relatif lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

Stock repurchase yang dilakukan oleh perusahaan di Indonesia tahun 2002 – 2014 sangat beragam dan memiliki rata-rata sebesar Rp 200 miliar dengan nilai minimum sebesar Rp 29 juta dan maksimum sebesar Rp 2 triliun. *Stock repurchase* dari perusahaan milik negara nilainya lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan Swasta. Hal tersebut diketahui dari nilai rata-rata *stock repurchase* pada perusahaan milik negara sebesar Rp 674,9 miliar, sedangkan rata-rata *stock repurchase* perusahaan swasta sebesar Rp 118,9 miliar. Nilai *stock repurchase* minimum sebesar Rp 2,5 miliar pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Perusahaan Gas Negara Tbk tahun 2008, sedangkan nilai minimum *stock repurchase* pada perusahaan swasta sebesar Rp 29,0 juta yaitu pada observasi data PT. MNC Investama Tbk tahun 2009. Nilai maksimum *stock repurchase* sebesar Rp 2,08 triliun pada perusahaan milik negara yaitu pada observasi data PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk tahun 2008, sedangkan nilai maksimum *stock repurchase* pada perusahaan swasta sebesar Rp 1,17 triliun yaitu pada observasi data PT Global Mediacom Tbk tahun 2013. Berdasarkan data di atas juga dapat diketahui bahwa data *stock repurchase* perusahaan milik negara dan swasta memiliki keragaman (variasi) yang tinggi, dikarenakan nilai standar deviasi relatif lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rata-ratanya.

4.2.2. *Partial Least Square (PLS-SEM)*

Data yang telah terkumpul, akan diolah dan diuji modelnya dengan menggunakan *software* Smartpls 3.0. Model yang diuji nantinya akan dilakukan 2 (dua) kali, yaitu dengan semua data dan hanya menggunakan perusahaan swasta. Dalam *software* tersebut nantinya akan diuji *outer* dan *inner model* sehingga analisis dapat berlanjut ke tahap pengujian hipotesis.

4.2.2.1. Model 1

Pada model 1, data yang digunakan adalah seluruh data dari perusahaan yang melakukan *stock repurchase* di Indonesia. Aktivitas *stock repurchase* yang digunakan dari tahun 2002 hingga tahun 2014. Dengan demikian, model 1 merupakan gambaran keseluruhan dari aktivitas *stock repurchase* yang terjadi di Indonesia, selama periode 2002 - 2014.

1. Outer Model

Pada bagian *outer model* akan melihat hubungan antara variabel laten dan variabel manifes. Di dalam *outer model*, terdapat 3 (tiga) tahap evaluasi, yaitu

a. Convergent validity (Validitas Konvergen)

Pada evaluasi pertama ini terdapat 3 (tiga) ukuran, yaitu *outer loading*, *average variable extracted*, dan *communality*. Suatu variabel manifes reflektif dikatakan memenuhi validitas konvergen jika memiliki nilai *outer loading*, *average variable extracted*, dan *communality* diatas 0,5. Berikut ini hasil *outer loading* variabel manifes penelitian untuk model I:

Table 4.6. *Outer Loading* Model I

	Model I				
	Agency Problem	Managerial Discretion	Ownership Structure	Stock Repurchase	Valuation
Kas/Total Aset		0.026			
FCF/Total Aset		1			
Stable Holdings			-1		
Institutional Holdings			1		
DPR	0.969				
1/ICR	0.514				
PBV					0.974
PER					0.349
Stock Repurchase				1	

Keterangan : Koefisien dibawah nilai kritis
 Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan tabel 4.6, terdapat 3 (tiga) variabel manifes yang tidak memenuhi syarat/valid PLS-SEM sehingga indikator ini nantinya tidak akan digunakan dalam penelitian ini. Dengan demikian, akan dijalankan menu PLS Alogarithm tanpa menggunakan indikator yang tidak memenuhi syarat PLS-SEM. Berikut ini hasil dari PLS Algorithm model 1 yang direduksi :

Table 4.7. *Outer Loading* Model I Setelah Direduksi

	Model I				
	Agency Problem	Managerial Discretion	Ownership Structure	Stock Repurchase	Valuation
FCF/Total Aset		1			
Institutional Holdings			1		
DPR	0.969				
1/ICR	0.514				
PBV					1
Stock Repurchase				1	

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.7, semua variabel manifes telah memenuhi persyaratan *loading factor* di mana memiliki nilai lebih besar dari 0,5, sehingga dapat dilanjutkan dengan 2 (dua) evaluasi *convergen validity* lainnya, yaitu *average variance extracted* dan *communality*.

Table 4.8. *Average Variance Extracted* Model I

	Nilai		Hasil
	Hitung	Kritis (\geq)	
<i>Agency Problem</i>	0.601	0.5	Memenuhi
<i>Managerial Discretion</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Ownership Structure</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Stock Repurchase</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Valuation</i>	1.000	0.5	Memenuhi

Sumber: diolah penulis.

Tabel 4.8 menunjukkan bahwa variabel manifes model I telah memenuhi kriteria *average variance extracted* (AVE) dan *communality*. Dua kriteria ini menjelaskan pengukuran refleksif pada model ini dapat dikatakan baik.

b. *Discriminant validity*

Evaluasi kedua pada *outer model* adalah *discriminant validity*. Mengukur *discriminant validity* dilakukan dengan membandingkan akar AVE dengan korelasi antar variabel. Suatu variabel manifes dikatakan memenuhi *discriminant validity* jika nilai akar AVE lebih besar jika dibandingkan dengan nilai korelasi antar variabel di dalam model.

Table 4.9. Nilai Akar AVE dan Korelasi Antarvariabel Model I.

Variabel Laten	AVE	Akar AVE	Agency. Problems	Mng. Discreation	Own. Structure	Stock. Repurchase	Valuation
Agency. Problems	0.601	0.775	1.00000				
Mng. Discreation	1.000	1.000	0.25896	1.00000			
Own. Structure	1.000	1.000	0.25234	0.02350	1.00000		
Stock. Repurchase	1.000	1.000	0.12991	0.32867	0.11864	1.00000	
Valuation	1.000	1.000	0.05421	0.13514	0.09027	0.30142	1.00000

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.9 pada setiap variabel model I telah memenuhi *discriminant validity* karena memiliki nilai akar AVE yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan korelasi antar variabel di dalam model.

c. Uji Reliabilitas

Evaluasi terakhir pada *outer model* adalah reliabilitas. Reliabilitas data diketahui melalui nilai *composite reliability*. Suatu variabel dikatakan memenuhi reliabilitas jika *composite reliability* lebih besar dari 0,7:

Table 4.10. *Composite Reliability* Model I.

Variabel Laten	<i>Composite Reliability</i>
Agency. Problems	0.734
Mng. Discreation	1.000
Own. Structure	1.000
Stock. Repurchase	1.000
Valuation	1.000

Sumber: diolah penulis.

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa nilai *composite reliability* masing-masing variabel pada Model I dan Model II nilainya lebih besar dari 0,5. Dari hasil ini maka dapat disimpulkan bahwa masing-masing variabel telah memenuhi reliabilitas yang diharapkan.

2. *Inner Model*

Pada bagian *inner model* akan melihat hubungan antara variable laten dengan variabel latennya. *Inner model* memiliki tiga indikator yang menjelaskan seberapa besar pengaruh yang terjadi di tiap-tiap variabel laten. Berikut ini indikator pada *inner model*:

Table 4.11. R Square dan Effect Size Model I.

Kriteria Evaluasi Inner Model	Nilai	Pengaruh
1. R Square		
Agency Problem	0.128	Kecil
Stock Repurchase	0.184	Kecil
2. Effect Size		
Managerial Discretion > Agency Problem	0.073	Kecil
Ownership Structure > Agency Problem	0.070	Kecil
Managerial Discretion > Stock Repurchase	0.092	Kecil
Ownership Structure > Stock Repurchase	0.008	Kecil
Valuation > Stock Repurchase	0.077	Kecil
Agency Problem > Stock Repurchase	0.0005	Kecil

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.11, dua variabel endogen (*agency problem* dan *stock repurchase*) yang diukur menggunakan R Square sangat dipengaruhi di mana *managerial discretion* dan *ownership structure* dapat mempengaruhi *agency problem* sebesar 12,8%, sedangkan *managerial discretion*, *ownership structure*, *valuation*, dan *agency problem* dapat mempengaruhi *stock repurchase* sebesar 18,4%. Akan tetapi, hubungan antara variabel laten yang diukur menggunakan *effect size* tidak ada hubungan antar variabel konstruk yang memiliki kekuatan saling mempengaruhi yang kuat.

Pada model PLS, kemampuan prediksi diketahui dari nilai Q-Square. Semakin tinggi nilai Q-Square (mendekati 1), semakin baik pula kemampuan model dalam memprediksi hubungan antar variabel. Dari Tabel 4.10 dapat dihitung nilai Q-Square dengan menggunakan R Square sebagai berikut:

$$\text{Model I: } Q^2 = 1 - (1 - 0.128) \times (1 - 0.184) = 0.288$$

Perhitungan Q Square ini menunjukkan bahwa besarnya keragaman dari data penelitian yang dapat dijelaskan oleh model struktural adalah sebesar 28,8%. Dari hasil ini dapat terlihat bahwa 71,2% disebabkan oleh faktor lainnya yang tidak termasuk dalam penelitian ini.

3. Uji Hipotesis

Setelah memenuhi kriteria *outer model* dan mendapatkan hasil indikator *inner model*, akan dilanjutkan dengan uji hipotesis melalui menu Bootstrapping yang terdapat di dalam *software* Smartpls. Uji hipotesis ini menggunakan (α) sebesar 10% karena penelitian ini merupakan penelitian sosial. Berikut ini hasil dari uji hipotesis dengan menggunakan menu Bootstrapping pada *software* Smartpls :

Table 4.12. Uji Hipotesis Model I.

Variabel Konstruk	→	Variabel Konstruk	Arah Teori	Nilai	t-statistik	Nilai Kritis (≥)	Hasil
Managerial Discretion	→	Agency Problem	(+)	0.253	2.187	1.66	Diterima
Ownership Structure	→	Agency Problem	(+)	0.246	2.635	1.66	Diterima
Managerial Discretion	→	Stock Repurchase	(+)	0.287	3.870	1.66	Diterima
Ownership Structure	→	Stock Repurchase	(+)	0.084	1.554	1.66	Ditolak
Valuation	→	Stock Repurchase	(-)	0.254	2.771	1.66	Ditolak
Agency Problem	→	Stock Repurchase	(+)	0.021	0.273	1.66	Ditolak

Keterangan : Koefisien berkebalikan dengan hipotesis penelitian
 Koefisien dibawah nilai kritis

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.12, dapat disimpulkan hipotesis model I sebagai berikut :

1. *Managerial discretion* memiliki hubungan positif terhadap *agency problem* sebesar 0,253. Hubungan ini memiliki nilai t-statistik sebesar 2,187 di mana nilai ini lebih dari 1,66 sehingga hipotesis pertama dapat diterima kebenarannya.
2. Koefisien pengaruh *ownership structure* terhadap *agency problem*, yaitu - 0,246. Koefisien ini menunjukkan bahwa *ownership structure* memiliki hubungan yang berkebalikan dengan *agency problem*. Selain itu, hubungan ini memiliki nilai t-statistik sebesar 2,635. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara *ownership structure* dan *agency problem* dapat dibuktikan secara statistikal.
3. Hubungan antara *managerial discretion* dan *stock repurchase* sebesar 0,287. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang searah antara *managerial discretion* dan *stock repurchase*. Selain itu, nilai t-statistik yang dihasilkan pada hubungan ini sebesar 3,870 sehingga *managerial discretion* miliki hubungan yang signifikan terhadap *stock repurchase*.
4. *Ownership structure* memiliki hubungan positif dengan *stock repurchase* sebesar 0,084. Akan tetapi, hipotesis ini ditolak karena nilai t-statistik hanya bernilai 1,554 di mana dibawah 1,66.
5. Koefisien *valuation* terhadap *stock repurchase* sebesar 0,254. Koefisien ini menunjukkan adanya hubungan yang positif antara *valuation* dengan *stock*

repurchase. Hubungan ini memiliki nilai t-statistik sebesar 2,771 sehingga dapat dibuktikan kebenarannya secara statistik. Meski demikian, hipotesis ini ditolak karena memiliki arah hubungan yang berbeda dengan H_0 penelitian.

6. Hubungan antara *agency problem* dengan *stock repurchase* sebesar 0,021. Koefisien ini menunjukkan bahwa terjadinya hubungan yang searah antara *agency problem* dan *stock repurchase*. Akan tetapi, hipotesis ini ditolak karena memiliki nilai t-statistik sebesar 0,273 di mana dibawah nilai kritis t-statistik sebesar 1,66.

Dalam uji hipotesis PLS ini, juga terdapat hasil *indirect effect*. Berikut ini hasil dari *indirect effect* pada model I :

Table 4.13. *Indirect Effect Model I.*

	Original Sample	Sample Mean	STDEV	T Statistics	P Values
Managerial Discretion -> Stock Repurchase	0.00524	0.00410	0.02319	0.22584	0.8214
Ownership Structure -> Stock Repurchase	0.00510	0.00375	0.01738	0.29329	0.7694

Keterangan : Koefisien dibawah nilai kritis

Sumber: diolah penulis.

Dari *indirect effect* ini dapat disimpulkan 2 (dua) hal, yaitu

1. Terdapat hubungan tidak langsung yang positif antara *managerial discretion* dengan *agency problem* dan *stock repurchase* sebesar 0,005. Hubungan ini merupakan hubungan positif lemah karena dibawah 0,5. Selain itu, berdasarkan t-statistik bahwa hubungan ini tidak signifikan.
2. *Ownership structure* memiliki hubungan tidak langsung yang positif dengan *agency problem* dan *stock repurchase*. Akan tetap, hubungan ini merupakan hubungan positif lemah sebesar 0,005 dan tidak signifikan karena memiliki t-statistik dibawah 1,66.

4.2.2.2. Model 2

Untuk menghindari perusahaan milik negara di mana berhubungan yang erat dengan ranah pemerintahan, dibentuklah model 2 yang hanya menggunakan data perusahaan swasta. Model 2 ini menunjukkan aktivitas *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan swasta dari tahun 2002 hingga 2014. Dengan demikian, output dari model 2 ini adalah faktor yang mempengaruhi *agency problem* dan dampaknya terhadap *stock repurchase* perusahaan swasta di Indonesia.

1. Outer Model

Pada bagian *outer model* akan melihat hubungan antara variabel laten dan variabel manifes. Di dalam *outer model*, terdapat 3 (tiga) tahap evaluasi, yaitu

a. *Convergent validity* (Validitas Konvergen)

Pada evaluasi pertama ini sama seperti evaluasi pertama model I, yaitu terdapat 3 (tiga) ukuran, yaitu *outer loading*, *average variable extracted*, dan *communality*. Suatu variabel manifes reflektif dikatakan memenuhi validitas konvergen jika memiliki nilai *outer loading*, *average variable extracted*, dan *communality* diatas 0,5 (Hair et al., 2011). Berikut ini hasil *outer loading* variabel manifes penelitian model 2 :

Table 4.14. *Outer Loading* Model II.

	Model II				
	Agency Problem	Managerial Discretion	Ownership Structure	Stock Repurchase	Valuation
Kas/Total Aset		-0.693			
FCF/Total Aset		0.684			
Stable Holdings			-1		
Institutional Holdings			1		
DPR	0.867				
1/ICR	0.732				
PBV					0.748
PER					0.759
Stock Repurchase				1	

Keterangan : Koefisien dibawah nilai kritis

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.14, terdapat 2 (dua) variabel manifes yang tidak memenuhi kriteria *outer loading*, yaitu kas/total aset dan *institutional holdings* dengan nilai dibawah 0,5 (Hair et al., 2011). Dengan demikian, kas/total aset dan *institutional holdings* akan direduksi dari model II dan akan dijalankan kembali model II. Berikut ini *outer loading* model II yang direduksi :

Table 4.15. *Outer Loading* Model II Yang Direduksi.

	Model II				
	Agency Problem	Managerial Discretion	Ownership Structure	Stock Repurchase	Valuation
FCF/Total Aset		1			
Institutional Holdings			1		
DPR	0.964				
1/ICR	0.537				
PBV					0.748
PER					0.759
Stock Repurchase				1	

Sumber: diolah penulis.

Setelah model II direduksi, semua variabel manifes memiliki nilai *outer loading* lebih dari 0,5 di mana telah memenuhi kriteria *outer loading*. Dengan demikian, salah satu kriteria *convergent validity* telah terpenuhi dan akan dilanjutkan 2 (dua) kriteria lainnya, yaitu *Average Variance Extracted (AVE)* dan *communality*. Berikut ini hasil dari AVE dan *communality* model II :

Table 4.16. *Average Variance Extracted Model II*

Kriteria Outer Model	Nilai		Hasil
	Hitung	Kritis (\geq)	
1. Average Variance Extracted (AVE)			
<i>Agency Problem</i>	0.609	0.5	Memenuhi
<i>Managerial Discretion</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Ownership Structure</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Stock Repurchase</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Valuation</i>	0.568	0.5	Memenuhi
2. Communality			
<i>Agency Problem</i>	0.886	0.5	Memenuhi
<i>Managerial Discretion</i>	0.824	0.5	Memenuhi
<i>Ownership Structure</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Stock Repurchase</i>	1.000	0.5	Memenuhi
<i>Valuation</i>	0.568	0.5	Memenuhi

Sumber: diolah penulis.

Tabel 4.16 menunjukkan bahwa variabel manifes penelitian ini telah memenuhi kriteria *average variance extracted (AVE)*. Dua kriteria ini menjelaskan pengukuran reflektif pada model ini dapat dikatakan baik.

b. Discriminant Validity

Tahap kedua dari *outer model* adalah *discriminant validity*. *Discriminant validity* memiliki 2 (dua) pengukuran, yaitu perbandingan antara akar AVE dengan nilai korelasi antarvariabel di dalam model. Berikut ini akar AVE dengan korelasi antarvariabel :

Table 4.17. Akar AVE dan Korelasi Antarvariabel Model II.

Variabel Laten	AVE	Akar AVE	Agency. Problems	Mng. Discretion	Own. Structure	Stock. Repurchase	Valuation
Agency. Problems	0.609	0.780	1.000				
Mng. Discretion	1.000	1.000	0.238	1.000			
Own. Structure	1.000	1.000	0.254	-0.021	1.000		
Stock. Repurchase	1.000	1.000	0.024	0.084	-0.062	1.000	
Valuation	0.568	0.754	0.199	-0.031	0.094	0.279	1.000

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.17, model II memiliki nilai akar AVE yang melebihi korelasi antarvariabel. Sehingga pengukuran *discriminant validity* telah terpenuhi dan dapat melanjutkan ke evaluasi ketiga, yaitu uji reliabilitas.

c. Uji Reliabilitas

Evaluasi terakhir dari *outer model* adalah uji reliabilitas. Uji ini diukur dengan *composite reliability* yang dapat dikatakan memenuhi apabila memiliki nilai lebih dari 0,7 (Hair et al., 2011). Berikut ini *composite reliability* model II :

Table 4.18. Composite Reliability Model II.

Variabel Laten	Composite Reliability
Agency. Problems	0.743
Mng. Discretion	1.000
Own. Structure	1.000
Stock. Repurchase	1.000
Valuation	0.724

Sumber: diolah penulis.

Tabel 4.18 menunjukkan bahwa setiap variabel laten model II memiliki nilai *compostite reliability* lebih dari 0,5 (Hair et al., 2011). Maka dari itu, model II telah memenuhi reliabilitas yang diharapkan.

2. Inner Model

Setelah *outer model* telah dievaluasi, akan dilakukan evaluasi *inner model*. Inner model ini melihat hubungan antarvariabel laten. Evaluasi *inner model* terdiri dari 3 (tiga) macam pengukuran, yaitu

Table 4.19. R Square dan Effect Size Model II.

Kriteria Evaluasi Inner Model	Nilai	Pengaruh
1. R Square		
Agency Problem	0.124	Kecil
Stock Repurchase	0.096	Kecil
2. Effect Size		
Managerial Discretion > Agency Problem	0.068	Kecil
Ownership Structure > Agency Problem	0.076	Kecil
Managerial Discretion > Stock Repurchase	0.011	Kecil
Ownership Structure > Stock Repurchase	0.006	Kecil
Valuation > Stock Repurchase	0.093	Kecil
Agency Problem > Stock Repurchase	0.001	Kecil

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 4.19, nilai R Square *agency problem* dan *stock repurchase* sebesar 0.124 dan 0.096. Hal ini menunjukkan bahwa *managerial discretion* dan *ownership structure* dapat mempengaruhi *agency problem* sebesar

12,4% di perusahaan swasta. Sedangkan, *stock repurchase* dapat dipengaruhi oleh *managerial discretion*, *ownership structure*, *valuation*, dan *agency problem* sebesar 9,6% di perusahaan swasta. Selain itu, berdasarkan dari *effect size*, tidak ada hubungan antar variabel konstruk yang memiliki hubungan yang kuat.

Selain itu, Model PLS ini mampu memprediksi hubungan antar variabel dengan Q Square. Dari Tabel 4.19 dapat dihitung nilai Q-Square sebagai berikut:

$$\text{Model II: } Q^2 = 1 - (1 - 0.124) \times (1 - 0.096) = 0.208$$

Dari hasil perhitungan diketahui nilai Q-Square Model II sebesar 0.208, artinya besarnya keragaman dari data penelitian yang dapat dijelaskan oleh model struktural adalah sebesar 20,8%. Berdasarkan hasil ini, maka model struktural pada penelitian dapat dikatakan telah memiliki relevansi prediksi yang belum baik, sebab terdapat pengaruh faktor lainnya sebesar 79,2% .

3. Uji Hipotesis

Uji hipotesis dapat dilakukan ketika evaluasi *outer* dan *inner model* telah memenuhi kriteria maupun menunjukkan pengaruh yang memiliki relevansi yang baik. Uji hipotesis ini dilakukan untuk membuktikan hipotesis dan prediksi terdahulu. Karena penelitian ini merupakan penelitian sosial, maka akan digunakan (α) sebesar 10% di mana nilai syarat signifikansinya sebesar 1,66. Berikut ini merupakan hasil uji hipotesis model II :

Table 4.20. Uji Hipotesis Model II.

Variabel Konstruk	→	Variabel Konstruk	Arah Teori	Nilai	t-statistik	Nilai Kritis (\geq)	Hasil
Managerial Discretion	→	Agency Problem	(+)	0.224	2.340	1.66	Diterima
Ownership Structure	→	Agency Problem	(+)	0.259	3.155	1.66	Diterima
Managerial Discretion	→	Stock Repurchase	(+)	0.101	1.066	1.66	Ditolak
Ownership Structure	→	Stock Repurchase	(+)	-0.078	1.219	1.66	Ditolak
Valuation	→	Stock Repurchase	(-)	0.298	2.497	1.66	Ditolak
Agency Problem	→	Stock Repurchase	(+)	-0.040	0.559	1.66	Ditolak

Keterangan : Koefisien berkebalikan dengan hipotesis penelitian

Koefisien dibawah nilai kritis

Sumber: diolah penulis.

Tabel 4.20 menguji hipotesis model II dengan 6 (enam) simpulan sebagai berikut :

1. *Managerial discretion* memiliki hubungan positif terhadap *agency problem* sebesar 0,224. Hubungan ini memiliki nilai t-statistik sebesar 2,340 di mana nilai ini lebih dari 1,66 sehingga hipotesis pertama dapat diterima kebenarannya.
2. Koefisien pengaruh *ownership structure* terhadap *agency problem*, yaitu 0,259. Koefisien ini menunjukkan bahwa *ownership structure* memiliki hubungan yang berkebalikan dengan *agency problem*. Selain itu, hubungan ini memiliki nilai t-statistik sebesar 3,155. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis menunjukkan bahwa terbukti hubungan antara *ownership structure* dan *agency problem*.
3. Hubungan antara *managerial discretion* dan *stock repurchase* sebesar 0,101. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang searah antara *managerial discretion* dan *stock repurchase*. Akan tetapi, hipotesis ini ditolak karena nilai t-statistik hanya bernilai 1,066 di mana di bawah 1,66.
4. *Ownership structure* memiliki hubungan negatif dengan *stock repurchase* sebesar -0,078, dan memiliki nilai t-statistik di bawah 1,66. Dengan demikian, hipotesis keempat ini ditolak karena memiliki arah hubungan yang berbeda dengan hipotesis penelitian dan tidak terbukti signifikansinya.
5. Koefisien *valuation* terhadap *stock repurchase* sebesar 0,298. Koefisien ini menunjukkan adanya hubungan yang positif antara *valuation* dengan *stock repurchase*. Hipotesis ini ditolak, meski hubungan ini memiliki nilai t-statistik sebesar 2,497 di mana melebihi 1,66, sehingga dapat dibuktikan kebenarannya.
6. Hubungan antara *agency problem* dengan *stock repurchase* sebesar -0,040. Koefisien ini menunjukkan bahwa terjadinya hubungan yang tidak searah antara *agency problem* dan *stock repurchase*. Hipotesis ini pun tidak dapat dibuktikan kebenarannya karena memiliki nilai t-statistik sebesar 0,559 di mana dibawah nilai kritis t-statistik sebesar 1,66.

Uji hipotesis ini juga menunjukkan hubungan tidak langsung (*indirect effect*) *managerial discretion* dan *ownership structure* dengan *agency problem* maupun *stock repurchase*. Berikut ini hasil dari *indirect effect* model II :

Table 4.21. *Indirect Effect Model II.*

	Original Sample	Sample Mean	STDEV	T Statistics	P Values
Managerial Discretion -> Stock Repurchase	-0.010	-0.015	0.024	0.403	0.687
Ownership Structure -> Stock Repurchase	-0.010	-0.011	0.019	0.557	0.578

Keterangan : Koefisien dibawah nilai kritis
 Sumber: diolah penulis.

Dari Tabel 4.21 dapat ditarik 2 (dua) hubungan tidak langsung pada model II, yaitu

1. *Managerial discretion* memiliki hubungan tidak langsung dengan *stock repurchase* sebesar -0,010. Hubungan ini termasuk hubungan negatif lemah karena memiliki koefisien dibawah 0,5. Hubungan ini pun tidak signifikan sebab hanya memiliki t-statistik sebesar 0,403 di mana dibawah 1,66. Sehingga hubungan tidak langsung antara *managerial discretion* dengan *stock repurchase* tidak dapat dibuktikan kebenarannya.
2. Terdapat hubungan tidak langsung antara *ownership structure* dengan *stock repurchase* sebesar -0,010. Meski memiliki hubungan tidak langsung, hubungan ini tergolong sangat lemah karena memiliki nilai dibawah 0,5. Akan tetapi, hubungan ini tidak signifikan sebab t-statistik (0,557) hubungan ini masih berada dibawah 1,66. Dengan demikian, hubungan tidak langsung antara *ownership structure* dengan *stock repurchase* tidak dapat dibuktikan kebenarannya.

BAB V

ANALISIS DAN INTERPRETASI

5.1. Analisis Aktivitas Perusahaan yang Melakukan *Stock Repurchase*

Dari tahun 2002 hingga tahun 2014, terdapat 108 aktivitas *stock repurchase* di mana 91 aktivitas dilakukan oleh perusahaan swasta dan 17 aktivitas dilakukan oleh perusahaan milik negara. Berdasarkan tahun aktivitas *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia, tahun yang paling banyak dilakukannya *stock repurchase* di Indonesia, yaitu tahun 2008 dan 2013. Pada tahun 2008, terdapat krisis global yang disebabkan oleh krisis Amerika di mana terjadinya *subprime mortgage*/gagal kredit di Amerika Serikat, sehingga berimbas ke seluruh pasar modal di dunia termasuk di Indonesia (nilai IHSG menurun dari 1.832,51 per 1 September 2008 hingga mencapai nilai 1.256,70 per 1 Oktober 2008) dan dan sebanyak 28 perusahaan di Indonesia melakukan *stock repurchase* guna menstabilkan harga saham perusahaannya dan harga IHSG, serta badan pengawas modal di Indonesia juga mengeluarkan peraturan sifatnya mengajak perusahaan-perusahaan untuk melakukan *stock repurchase*. Begitu halnya pada tahun 2013 di mana terdapat krisis mata uang rupiah yang cenderung melemah dan sebanyak 21 perusahaan membeli kembali sahamnya.

Perusahaan yang bergerak di sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi cenderung melakukan *stock repurchase* daripada sektor yang lainnya. Selain itu, mayoritas perusahaan di Indonesia melakukan *stock repurchase* sebanyak 1 kali sehingga hal ini bisa dikatakan perusahaan di Indonesia belum memiliki antusiasme yang tinggi terhadap aktivitas *stock repurchase*. Perusahaan di Indonesia yang pernah melakukan *stock repurchase* periode 2002 – 2014, membeli kembali saham dibawah kondisi keadaan arus kas perusahaannya serta dividen maupun bunga hutang yang dibayarkannya. Disamping itu, kepemilikan manajemen perusahaan cenderung melebihi kepemilikan non-manajemen, sehingga rata-rata kepemilikan mayoritas perusahaan di Indonesia dan pengambilan keputusan oleh manajemen perusahaan itu sendiri.

Berdasarkan pengolahan statistik deskriptif, rata-rata kas terhadap total aset perusahaan di Indonesia sebesar 0,141 atau 14,1% dan rata-rata *free cash flow* terhadap total aset sebesar 4,5%. Rata-rata kepemilikan saham manajemen di

Indonesia sebesar 51,5% dan kepemilikan saham non manajemen sebesar 48,4%, sehingga perusahaan di Indonesia lebih didominasi oleh manajemen perusahaan itu sendiri. Sedangkan, untuk *dividend payout ratio* di Indonesia memiliki rata-rata sebesar 0,238. Berbeda dengan $1/\text{interest coverage ratio}$ di Indonesia masih memiliki rata-rata -0,308 yang artinya rata-rata laba perusahaan di Indonesia belum mampu memenuhi *debt interest* yang dimilikinya. Rata-rata perusahaan di Indonesia melakukan *stock repurchase* sebanyak Rp 206,494 miliar dengan transaksi yang terbesar dilakukan oleh PT Telekomunikasi Indonesia Tbk tahun 2008 sebesar Rp 2,08 triliun.

5.2. Analisis Partial Least Square

Pada tahap ini akan dibahas mengenai analisis penerapan metode *partial least square* dalam penelitian ini. Pembahasan pada analisis PLS ini akan dibagi menjadi 2 (dua) yaitu semua data (perusahaan milik swasta dan negara) dan hanya swasta.

5.2.1. Analisis PLS Model I

5.2.1.1. Analisis Outer Model I

Dalam kerangka penelitian, terdapat 9 (sembilan) variabel manifes yang digunakan, yaitu *kas/total aset*, *free cash flow/total aset*, *stable holdings*, *institutional holdings*, *price to book value*, *price to earning*, *dividend payout ratio*, $1/\text{interest coverage ratio}$, dan nilai *stock repurchase*. Berdasarkan hasil dari *outer loading* pada model I, terdapat 3 (tiga) variabel yang tidak memenuhi syarat, yaitu *kas/total aset*, *stable holdings* dan *price to earning*. *Stable holdings* memiliki autokorelasi, nilai korelasi yang sama antarvariabel, dengan *institutional holdings* di mana nilai *outer loading* dua variabel ini, yaitu 1 dan -1. Dengan demikian, dua variabel manifes ini direduksi dari model I.

Evaluasi *outer model* lainnya, *discriminant validity* dan *reliability*, telah memenuhi kriteria. Sehingga variabel manifes pada model I telah memiliki validitas dan reliabilitas yang baik. Untuk melihat variabel manifes yang paling dominan dalam mempengaruhi variabel laten, digunakan nilai *outer loading* sebagai koefisien pembanding.

5.2.1.2. Analisis Inner Model Stock Repurchase Model I

Setelah pengujian *outer model*, maka selanjutnya akan dilakukan evaluasi *inner model* untuk melihat tingkat kecocokan antar variabel laten dalam model I. Berdasarkan dari hasil R^2 , terlihat bahwa *agency problem* kurang dipengaruhi oleh *managerial discretion* dan *ownership structure*, begitu pula dengan *stock repurchase* kurang dipengaruhi oleh *managerial discretion*, *ownership structure*, *valuation*, dan *agency problem*.

Berdasarkan nilai Q square yang bernilai 0,288 bahwa model I memiliki kemampuan prediksi hubungan antarvariabel yang masih kurang baik. Sehingga model I dengan menggunakan seluruh data perusahaan yang melakukan *stock repurchase* periode 2002 – 2014, masih dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor ataupun variabel manifes lainnya.

5.2.1.3. Analisis Uji Hipotesis Stock Repurchase Model I

Setelah model telah memenuhi kriteria dalam metode PLS, maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji hipotesis. Berdasarkan hasil uji hipotesis, terdapat 4 (empat) hipotesis yang dapat dibuktikan kebenarannya atau kesignifikannya, yaitu

A. Hubungan 1: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Pengujian hipotesis pertama pada seluruh data penelitian, dihasilkan koefisien hubungan sebesar 0,253 dan nilai t-statistik sebesar 2,187 dengan batas signifikansi $\geq 1,66$, sehingga hipotesis 1 dapat diterima dan bersifat signifikan. Hal ini membuktikan bahwa *managerial discretion* memberikan pengaruh terhadap *agency problem*. Jadi, semakin besar *managerial discretion* perusahaan, maka semakin besar *agency problem* yang akan dihadapi perusahaan.

Hal ini mendukung teori *agency problem* dari Jensen dan Meckling (1976), Teng dan Hachiya (2013), dan Nohel dan Tarhan (1998) bahwa ketika perusahaan memiliki kelebihan dana, maka *shareholder* maupun *debtholder* akan meminta perusahaan untuk mendistribusikan dana perusahaan. Menurut Jensen (1986) bahwa berlebihnya *free cash flow* dapat menimbulkan kecurigaan bagi *shareholder*, sebab manajemen perusahaan dapat menggunakan dana tersebut untuk kepentingannya. Kecurigaan yang disebabkan oleh *shareholder* memunculkan biaya yang

dinamakan *monitoring expenditures*-biaya pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Pada sisi lain, manajemen juga memiliki hubungan terhadap *debtholder* di mana manajemen wajib membayar *interest debt*.

B. Hubungan 2: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Uji hipotesis kedua menghasilkan koefisien hubungan sebesar 0.246 dan nilai t-statistik sebesar 2.635. Uji hipotesis ini menunjukkan bahwa adanya hubungan yang searah antara *ownership structure* dengan *agency problem* di mana semakin besar tingkat kepemilikan *institutional* perusahaan, maka semakin besar *agency problem* yang dihadapi perusahaan.

Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran *institutional holdings* di perusahaan, dapat menyebabkan peningkatan *information asymmetry* di mana *institutional holdings* akan berusaha membatasi kepentingan manajemen. Salah satu cara membatasi aksi manajemen dengan cara menghadirkan pihak ketiga seperti dewan komisaris, auditor, ataupun meningkatkan gaji manajemen perusahaan (gaji sebagai mediator pengawasan *shareholder*). Dengan demikian, penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran *institutional holdings* dapat meningkatkan *agency problem* di perusahaan (Teng & Hachiya, 2013).

C. Hubungan 3: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif *stock repurchase*.

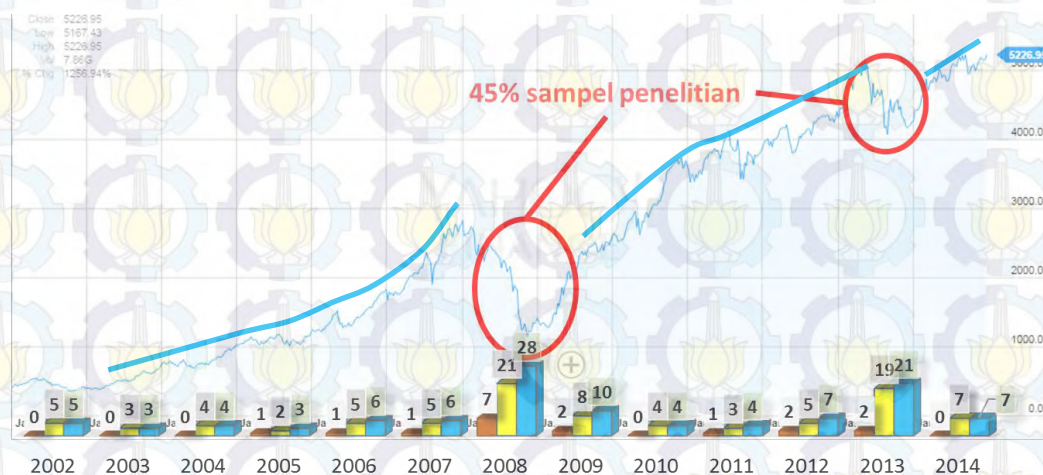
Pengujian hipotesis ketiga pada seluruh data penelitian, dihasilkan koefisien hubungan sebesar 0,287 dan nilai t-statistik sebesar 3,870 dengan batas signifikansi $\geq 1,66$, sehingga hipotesis 1 dapat diterima dan bersifat signifikan. Dengan demikian, semakin besar dana yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar kebijakan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase*.

Hipotesis ini mendukung *the investment hypothesis* dan *free cash flow hypothesis* bahwa perusahaan yang memiliki dana yang lebih dan tidak memiliki opsi investasi lainnya, maka perusahaan cenderung untuk melakukan *stock repurchase* sebagai pilihan investasi perusahaan (Nohel & Tarhan, 1998; Wansley et al., 1989; Dittmar, 2000; Teng & Hachiya, 2013; Wang et al., 2013; Reddy, 2014).

D. Hubungan 5: *Valuation* memiliki pengaruh negatif terhadap *stock repurchase*.

Pada uji hipotesis kelima dihasilkan koefisien hubungan antara *valuation* dengan *stock repurchase* sebesar 0,254 dan nilai t-statistik sebesar 2,771. Hasil ini menunjukkan bahwa adanya hubungan yang positif lemah antara *valuation* dan *stock repurchase*, serta signifikannya hubungan tersebut. Hal ini berbeda dengan teori bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* pada saat harga saham *undervalue*. Sedangkan uji hipotesis menunjukkan adanya hubungan yang berkebalikan antara *valuation* dengan *stock repurchase*, sehingga perusahaan di Indonesia membeli kembali saham ketika posisi harga sahamnya *overvalue*. Posisi *overvalue* berarti perusahaan membeli harga saham lebih mahal dan pada akhirnya menggunakan dana perusahaan berlebihan.

Berdasarkan dari tahun aktivitas, tahun aktivitas yang memperlihatkan adanya penurunan drastis nilai IHSG, yaitu tahun 2008 dan 2013. Sehingga 2 tahun tersebut menunjukkan bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* ketika harga saham menurun. Akan tetapi, 2 tahun tersebut hanya menyumbang 45% dari keseluruhan data dan 55% data lainnya tidak menunjukkan tren penurunan seperti tahun 2008 dan 2013. Sehingga perusahaan melakukan *stock repurchase* untuk meningkatkan *capital gain* yang didapat *institutional holdings*. Dengan meningkatnya *capital gain* yang didapatkan oleh *institutional holdings*, maka semakin tercapainya tujuan perusahaan, yaitu mensejahterahkan *shareholder*.



Gambar 5.1. Nilai IHSG Terhadap Seluruh Perusahaan yang Melakukan *Stock Repurchase*

Keterangan: — Nilai IHSG cenderung naik
 — Nilai IHSG cenderung turun
 Sumber: diolah penulis.

Selain itu, menurut Dixon et al. (2008) bahwa perusahaan rela untuk mengorbankan sejumlah dananya ketika perusahaan ingin menguasai kepemilikan perusahaan. Sehingga perusahaan melakukan *stock repurchase* di saat harga *overvalued*.

5.2.2. Analisis PLS Model II

5.2.2.1. Analisis Outer Model II

Evaluasi *outer model* ini digunakan untuk melihat apakah variabel manifes pada model II dapat memenuhi kriteria PLS. Evaluasi pertama dilihat dari nilai *outer loading* setiap variabel. Berdasarkan nilai *outer loading*, terdapat 2 (dua) variabel yang tidak dapat memenuhi kriteria, yaitu kas/total aset dan *stable holdings*. *Stable holdings* model II serupa dengan *stable holdings* di mana terdapat autokorelasi antara *stable holdings* dan *institutional holdings*. Autokorelasi ini disebabkan karena *stable holdings* juga merupakan suatu kesatuan dari *institutional holdings*, begitupula dengan *instutional holdings*.

Setelah melihat dari *outer loading*, akan dilanjutkan dengan kriteria *outer model* berikutnya, yaitu *discriminant validity* dan *reliability*. Dari 8 (delapan) variabel manifes (2 variabel telah direduksi oleh *outer loading*) dapat dikatakan model II telah memiliki validitas dan reliabilitas yang baik, sehingga dapat digunakan dalam penelitian ini.

5.2.2.2. Analisis Inner Model II

Evaluasi kedua dari metode PLS adalah evaluasi *inner model* yang melihat hubungan antara variabel laten. Berdasarkan nilai R Square, *agency problem* mampu dipengaruhi oleh *managerial discretion* dan *ownership structure* sebesar 12,4%, sedangkan *stock repurchase* mampu dipengaruhi oleh *managerial discretion*, *ownership structure*, *valuation*, dan *agency problem* hanya sebesar 9,6%. Hal ini menunjukkan variabel laten *agency problems* dan *stock repurchase* kurang dipengaruhi oleh variabel laten lainnya.

Selain itu, model II ini memiliki relevansi prediksi yang kurang baik karena memiliki nilai Q-Square sebesar 20,8%. Dengan demikian, terdapat 79,2% pengaruh dari faktor lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini.

5.2.2.3. Analisis Uji Hipotesis Model II

Uji hipotesis pada model II yang menguji rumusan masalah terhadap perusahaan swasta di Indonesia. Berdasarkan uji hipotesis model II, terdapat 3 hubungan yang dapat dibuktikan kebenarannya atau signifikasinya. Berikut ini analisis uji hipotesis yang dikaitkan dengan teori atau penelitian terdahulu :

A. Hubungan 1: *Managerial discretion* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Pada uji hipotesis pertama terlihat bahwa hubungan antara *managerial discretion* dengan *agency problem* memiliki koefisien hubungan sebesar 0,224 dan nilai t-statistik sebesar 2,340 di mana telah melebihi nilai kritis signifikansi 1,66. Hasil ini menunjukkan bahwa *managerial discretion* memiliki hubungan positif kuat terhadap *agency problem* dan hipotesis ini signifikan karena telah memenuhi batas signifikan sebesar $\geq 1,66$.

Hal ini juga membuktikan penelitian Teng dan Hachiya (2013) bahwa perusahaan memiliki kelebihan dana, maka *shareholder* maupun *debtholder* akan meminta perusahaan untuk mendistribusikan dana. Menurut Jensen (1986) bahwa perusahaan yang memiliki dana yang berlebihan akan memicu para manajer dalam memenuhi kepentingan perusahaannya. Dengan adanya hal ini, para *shareholder* akan berusaha untuk membatasi aksi tersebut dengan cara melakukan pengawasan yang nantinya akan meningkatkan *monitoring expenditures*. Dengan demikian, manajemen perusahaan akan berusaha meyakinkan para *shareholder* dengan cara membagikan dividen ataupun membuat laporan keuangan. Terjadinya kedua hal ini disebut sebagai *residual loss* di mana *shareholder* berusaha memonitor perusahaan dan manajemen perusahaan berusaha meyakinkan *shareholder*. Disisi lain, manajemen perusahaan akan berusaha mendapatkan pendanaan aktivitas operasional perusahaan melalui *debtholder* di mana *debtholder* memiliki kepentingan dalam mendapatkan *debt interest*.

B. Hubungan 2: *Ownership structure* memiliki pengaruh positif terhadap *agency problem*.

Uji hipotesis kedua ini menghasilkan nilai koefisien hubungan antara *ownership structure* dan *agency problem* sebesar 0,259 dengan nilai t-statistik sebesar 3,155. Hasil ini menunjukkan bahwa adanya hubungan positif lemah antara

ownership structure dan *agency problem* di mana semakin besar *ownership structure* yang direfleksikan *institutional holdings*, maka semakin besar *agency problem* yang akan dihadapi perusahaan. Namun demikian, hipotesis ini tidak dapat dibuktikan karena tidak memenuhi batas signifikansi $\geq 1,66$.

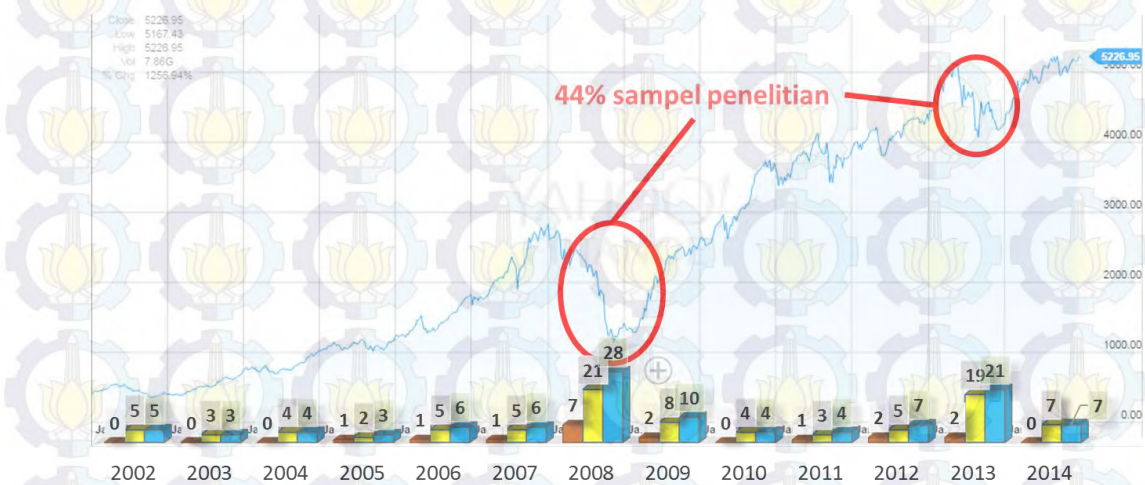
Hal ini membuktikan penelitian Teng dan Hachiya (2013) bahwa kehadiran *institutional holdings* dapat meningkatkan *agency problem* di mana *institutional holdings* meminta perusahaan untuk mendistribusikan dananya dalam bentuk dividen. Sehingga perusahaan swasta di Indonesia tergolong *monitored firms* di mana para *institutional investor* senantiasa memonitor aktivitas perusahaan. Terjadinya *monitored firms* di perusahaan akibat adanya *information asymmetry* di kalangan *institutional holdings* yang berusaha mendapatkan informasi internal perusahaan. Usaha ini membuat perusahaan mengeluarkan biaya lainnya seperti menghadirkan pihak ketiga, yaitu *debtholder*. *Debtholder* memiliki kepentingan dalam mendapatkan *debt interest* dari atas apa yang ia berikan kepada manajemen perusahaan.

C. Hubungan 5: *Valuation* memiliki pengaruh negatif terhadap *stock repurchase*.

Pengujian hipotesis kelima terdapat koefisien hubungan antara *valuation* dengan *stock repurchase* sebesar 0,298 dengan nilai t-statistik sebesar 2,497 di mana telah memenuhi kriteria signifikansi 1,66. Pengujian ini menunjukkan bahwa adanya hubungan searah antara *valuation* dan *stock repurchase* tetapi hubungan ini merupakan hubungan yang lemah. Dengan demikian, terbuktinya perusahaan swasta melakukan *stock repurchase* ketika posisi harga *overvalue*.

Berdasarkan dari tahun aktivitas, tahun aktivitas yang memperlihatkan adanya penurunan drastis nilai IHSG, yaitu tahun 2008 dan 2013. Sehingga 2 tahun tersebut menunjukkan bahwa perusahaan swasta melakukan *stock repurchase* ketika harga saham menurun. Akan tetapi, 2 tahun tersebut hanya menyumbang 44% dari keseluruhan data dan 56% data lainnya tidak menunjukkan tren penurunan seperti tahun 2008 dan 2013. Maka dari itu, hasil koefisien hubungan yang dihasilkan mendekati 0 karena mayoritas data tidak menunjukkan tren penurunan yang drastis. *Stock repurchase* yang dilakukan perusahaan ketika *overvalue* dapat menyebabkan tingginya keuntungan *capital gain* yang didapatkan

oleh *institutional holdings*, sehingga semakin tercapainya kesejahteraan para *shareholder*.



Gambar 5.2. Nilai IHSI Terhadap Perusahaan Swasta yang Melakukan *Stock Repurchase*

Keterangan: — Nilai IHSI cenderung naik
— Nilai IHSI cenderung turun

Sumber: diolah penulis.

5.2.3. Persamaan Prediktif Model I dan Model II

Dengan menggunakan PLS-SEM, akan didapatkan persamaan prediktif untuk model I dan model II. Terdapat 2 (dua) persamaan yang dihasilkan dalam PLS ini, yaitu persamaan hubungan antara variabel manifes dan variabel laten, serta persamaan hubungan antar variabel laten. Berikut ini merupakan persamaan prediktif model I dan model II :

Table 5.1. Persamaan Prediktif Model I dan Model II.

Persamaan	Model I	Model II
<i>Outer Model</i>	$X_2 = \xi_1$ $X_4 = \xi_2$ $X_6 = \xi_3$ $Y_1 = 0,969 \eta_1 + 0,03$ $Y_2 = 0,514 \eta_1 + 0,05$ $Y_3 = \eta_2$	$X_2 = \xi_1$ $X_4 = \xi_2$ $X_5 = 0,748 \xi_3 + 0,05$ $X_6 = 0,759 \xi_3 + 0,02$ $Y_1 = 0,964 \eta_1 + 0,04$ $Y_2 = 0,537 \eta_1 + 0,02$ $Y_3 = \eta_2$
<i>Inner Model</i>	$\eta_1 = 0,253 \xi_1 + 0,246 \xi_2 + 0,044$ $\eta_2 = 0,021 \eta_1 + 0,287 \xi_1 + 0,084 \xi_2 + 0,254 \xi_3 + 0,070$	$\eta_1 = 0,224 \xi_1 + 0,259 \xi_2 + 0,049$ $\eta_2 = -0,040 \eta_1 + 0,101 \xi_1 - 0,0978 \xi_2 + 0,298 \xi_3 + 0,078$

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan persamaan hubungan antara variabel manifes dengan variabel laten, model I terlihat bahwa koefisien X4, X6, dan Y3 ekuivalen dengan koefisien variabel latennya, begitu pula dengan model II di mana koefisien X4 dan Y3 ekuivalen dengan koefisien variabel latennya. Sedangkan, koefisien X1, X2, Y1, dan Y2 pada model I, bergantung pada nilai *outer loading* dan residual masing-masing variabel. Demikian halnya dengan X1, X2, X5, X6, Y1, dan Y2 model II yang bergantung pada nilai *outer loading* dan residual masing-masing variabel. Sebagai contoh apabila nilai variabel endogen 1 (*agency problems*) pada model I bernilai sebesar 2, maka nilai Y1 dan Y2 adalah 1,968 dan 1,078.

Berdasarkan persamaan hubungan antar variabel laten, nilai variabel endogen bergantung pada nilai variabel laten eksogen maupun endogen yang memiliki hubungan. Akan tetapi, nilai *inner* residual pada hubungan ini tidak dapat diperhitungkan karena dapat berubah secara acak ketika dijalankan pada program PLS. Sebagai contoh apabila model I memiliki masing-masing variabel eksogen 1 (*managerial discretion*), eksogen 2 (*ownership structure*), dan eksogen 3 (*valuation*) memiliki nilai sebesar 1, maka nilai variabel endogen 1 dan endogen 2 sebesar 0,939 dan 1,38. Sehingga pada persamaan antar variabel laten ini terlihat bahwa adanya hubungan linier antar satu variabel laten dengan variabel laten lainnya.

5.2.4. Perbandingan Model I dan Model II

Model I dan model II terbentuk berdasarkan klasifikasi institusi perusahaan. Model I menggunakan seluruh institusi perusahaan di mana terdapat 108 aktivitas *stock repurchase* dan model II hanya menggunakan perusahaan swasta hanya terdapat 91 aktivitas *stock repurchase*.

Berdasarkan evaluasi model hubungan antara variabel manifes dan variabel laten, perbedaan antara model I dan model II adalah model I tidak menggunakan *price to earning* (PER) karena PER model I tidak memiliki nilai *outer loading* yang cukup. Sedangkan untuk validitas dan reliabilitas kedua model ini bernilai baik. Sehingga evaluasi model hubungan antara variabel manifes dan variabel laten kedua model ini, dapat dikatakan telah memenuhi seluruh kriteria evaluasi.

Tidak hanya evaluasi model hubungan antara variabel manifes dan variabel laten, tetapi evaluasi model hubungan antar variabel laten juga menunjukkan

adanya perbedaan antara model I dan model II. Model I dan model II menunjukkan bahwa *agency problem* dan *stock repurchase* masih belum dipengaruhi sepenuhnya oleh variabel laten lainnya. Selain itu, berdasarkan kemampuan model dalam memprediksi, model I memiliki relevansi yang lebih baik (Q square : 28,8%) daripada model II (Q square : 20,8%). Dengan demikian, model I lebih mampu menjelaskan hubungan antar variabel laten daripada model II.

Setelah evaluasi *outer model* dan *inner model*, kedua model tersebut dianalisis dengan menggunakan metode *partial least square* di mana menghasilkan dua uji hipotesis sebagai berikut :

Table 5.2. Perbandingan Hasil Uji Hipotesis Model I dan Model II.

Variabel Konstruk	→	Variabel Konstruk	Arah Teori	Model I		Model II	
				Nilai	t-statistik	Nilai	t-statistik
Managerial Discretion	→	Agency Problem	(+)	0.253	2.187	0.224	2.340
Ownership Structure	→	Agency Problem	(+)	0.246	2.635	0.259	3.155
Managerial Discretion	→	Stock Repurchase	(+)	0.287	3.870	0.101	1.066
Ownership Structure	→	Stock Repurchase	(+)	0.084	1.554	-0.078	1.219
Valuation	→	Stock Repurchase	(-)	0.254	2.771	0.298	2.497
Agency Problem	→	Stock Repurchase	(+)	0.021	0.273	-0.04	0.559

Keterangan : Koefisien berkebalikan dengan hipotesis penelitian
 Koefisien dibawah nilai kritis

Sumber: diolah penulis.

Table 5.3. Perbandingan *Indirect Effect* Model I dan Model II.

Variabel Konstruk	→	Variabel Konstruk	Model I		Model II	
			Nilai	t-statistik	Nilai	t-statistik
Managerial Discretion	→	Stock Repurchase	0.00524	0.22584	-0.010	0.403
Ownership Structure	→	Stock Repurchase	0.00510	0.29329	-0.010	0.557

Keterangan : Koefisien dibawah nilai kritis

Sumber: diolah penulis.

Berdasarkan Tabel 5.2 dan Tabel 5.3, dapat ditarik 6 (enam) interpretasi sebagai berikut :

1. Uji hipotesis pertama pada kedua model ini menunjukkan bahwa benar adanya hubungan positif antara *managerial discretion* dengan *agency problem* perusahaan swasta dan negara di Indonesia. Pada kedua model ini telah membuktikan penelitian Jensen (1986) bahwa perusahaan memiliki kelebihan

dana, maka akan terjadi kecurigaan dari *shareholder* yang akan menyebabkan *agency cost*. Biaya yang timbul ini berupa *monitoring expenditures* yang merupakan biaya pengawasan dari *shareholder*, sehingga manajemen perusahaan berusaha memberikan jaminan kepada *shareholder* dan pada akhirnya akan memunculkan *bonding expenditures*. Pada sisi lain, perusahaan juga menggunakan hutang untuk mengontrol dana yang didistribusikan kepada *shareholder*. Akan tetapi, hutang ini juga menyebabkan biaya yang dinamakan *bankruptcy cost*. Sehingga perusahaan milik swasta dan negara memiliki *agency problem* yang besar ketika perusahaan memiliki dana yang besar pula (Teng & Hachiya, 2013).

2. Model I dan model II menunjukkan bahwa seluruh perusahaan memiliki hubungan yang positif antara *ownership structure* dengan *agency problem*. Kehadiran *institutional holdings* dapat menciptakan permasalahan keagenan di mana mereka tidak mendapatkan informasi yang sama seperti *stable holdings*. Hal ini disebut sebagai *information asymmetry*. Untuk mengurangi perbedaan informasi yang didapatkan, maka *institutional holdings* akan berusaha mengawasi setiap aktivitas yang dilakukan oleh *institutional holdings*. Pengawasan ini termasuk dalam kategori *monitoring expenditures*. Selain itu, manajemen perusahaan berusaha untuk meyakinkan para *institutional holdings* dengan cara memberikan jaminan baik berupa dividen ataupun pembuatan laporan keuangan. Jaminan yang diberikan oleh manajemen perusahaan dapat disebut sebagai *bonding expenditures* (Jensen & Meckling, 1976).
3. *Managerial discretion* memiliki hubungan yang searah dengan keputusan *stock repurchase* pada model I yang menggunakan seluruh data. Akan tetapi, pada model II yang menggunakan perusahaan swasta menunjukkan ketidaksignifikannya hubungan ini. Sehingga perusahaan milik negara saja mengambil keputusan *stock repurchase* berdasarkan keadaan *managerial discretion* perusahaannya. Hal ini menunjukkan bahwa terbuktinya *the investment hypothesis* di mana perusahaan melakukan *stock repurchase* ketika perusahaan memiliki dana yang berlebihan dan sedikit kesempatan investasi (Wansley et al., 1989; Nohel dan Tarhan, 1998; Jagannathan et al., 2000; Haris dan Glegg, 2009; Teng & Hachiya, 2013; Wang et al., 2013).

4. Uji hipotesis keempat (hubungan antara *ownership structure* dengan *stock repurchase*) dan kelima (hubungan antara *agency problems* dan *stock repurchase*) tidak dapat dibuktikan dalam penelitian ini.
5. Hubungan antara *valuation* dan *stock repurchase* pada model I dan model II adalah hubungan positif lemah. Hubungan ini tidak membuktikan penelitian terdahulu bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* pada saat *undervalue*. Dari uji hipotesis ini menunjukkan bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* pada saat posisi harga saham *overvalue*. Dengan demikian, perusahaan melakukan *stock repurchase* dengan motif untuk meningkatkan keuntungan para pemegang sahamnya, sehingga akan tercapainya kesejahteraan para *shareholder*.
6. Tidak dapat dibuktikan adanya hubungan tidak langsung antara *managerial discretion* dan *stock repurchase* dengan adanya intervensi dari *agency problems*, serta *ownership structure* dan *stock repurchase* yang diintervensi oleh *agency problems*. Hal ini dikarenakan nilai t-statistik *indirect effect* pada model I dan model II tidak memenuhi nilai kritis penelitian.

BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan dijelaskan mengenai kesimpulan dan saran terhadap penelitian ini.

6.1. Kesimpulan

Berdasarkan uji signifikansi dan pengaruh atribut, terdapat 3 (tiga) simpulan yang dapat ditarik dalam penelitian ini. Kesimpulan tersebut antara lain :

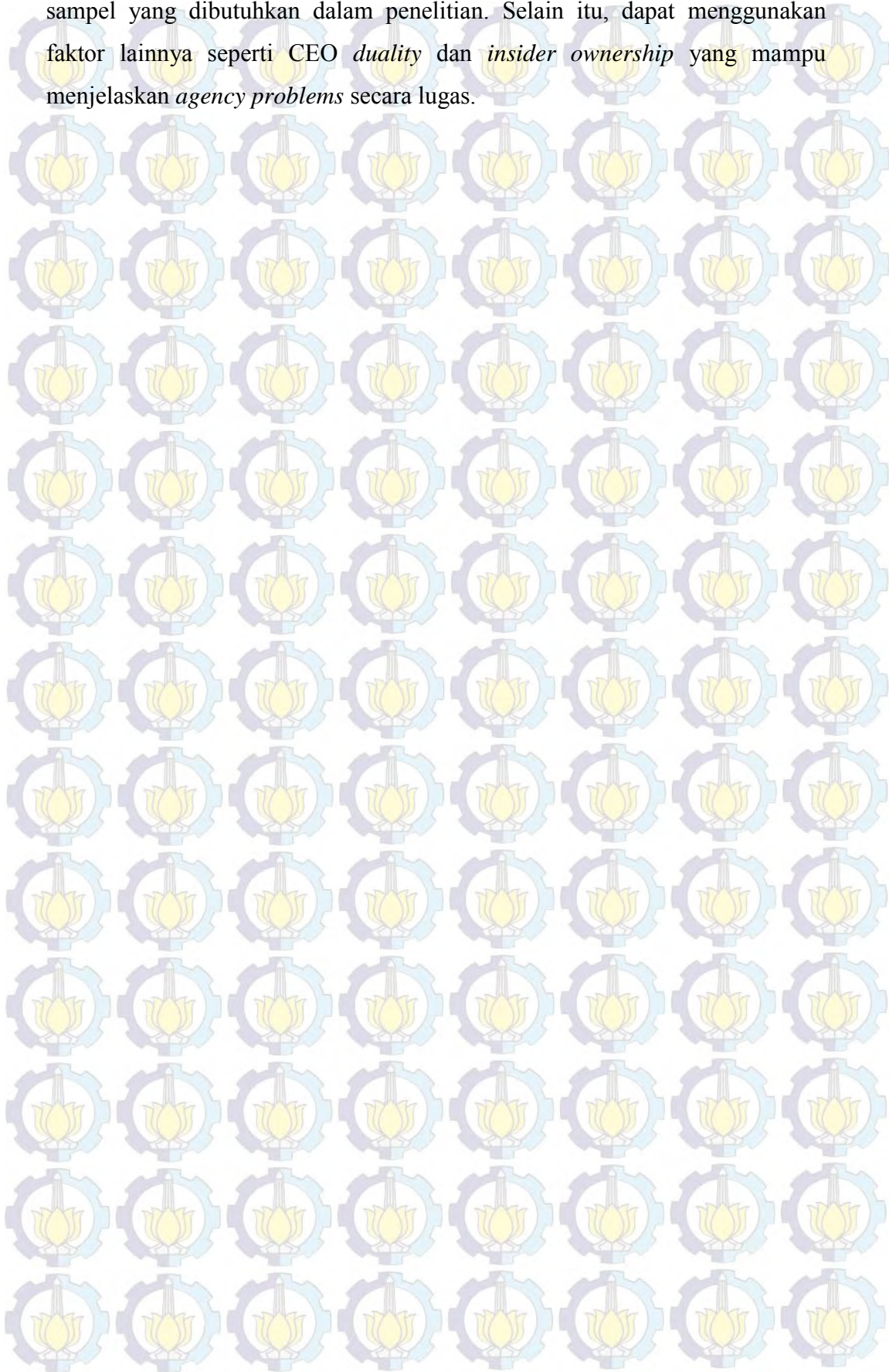
1. Adanya pengaruh searah antara *managerial discretion* maupun *ownership structure* terhadap *agency problems* pada perusahaan milik swasta dan negara. Hal ini disebabkan adanya keraguan pada *shareholder* terhadap dana yang nantinya digunakan hanya untuk memenuhi kepentingan perusahaan di mana kepentingan *shareholder* tidak dipenuhi, jaminan yang diberikan oleh manajemen perusahaan, *bankruptcy cost* dari penggunaan hutang, dan *information asymmetry* yang terjadi di perusahaan.
2. Adanya pengaruh *managerial discretion* pada perusahaan negara yang terlihat dari berlebihnya dana dan sedikitnya kesempatan investasi yang dimiliki maupun *overvalue* pada seluruh perusahaan di Indonesia terhadap keputusan *stock repurchase*.
3. Perusahaan milik swasta dan negara tidak terbukti atas hubungan tidak langsung antara *managerial discretion* maupun *ownership structure* dengan *stock repurchase* yang diintervensi oleh *agency problem*.

6.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, terdapat 2 (dua) saran yang dapat diberikan, yaitu

1. Untuk perusahaan : Perusahaan di Indonesia sebaiknya mempertimbangkan hasil valuasi saham ketika perusahaan hendak membeli kembali saham perusahaannya, karena semakin murah saham perusahaan yang dibeli, semakin kecil dana yang harus dikeluarkan perusahaan.
2. Untuk penelitian selanjutnya : Penelitian mengenai *agency problem* dan *stock repurchase* dilakukan dengan menggunakan data kuartal, sehingga dapat diketahui hasil yang lebih aktual dan memudahkan dalam memenuhi syarat

sampel yang dibutuhkan dalam penelitian. Selain itu, dapat menggunakan faktor lainnya seperti CEO *duality* dan *insider ownership* yang mampu menjelaskan *agency problems* secara lugas.



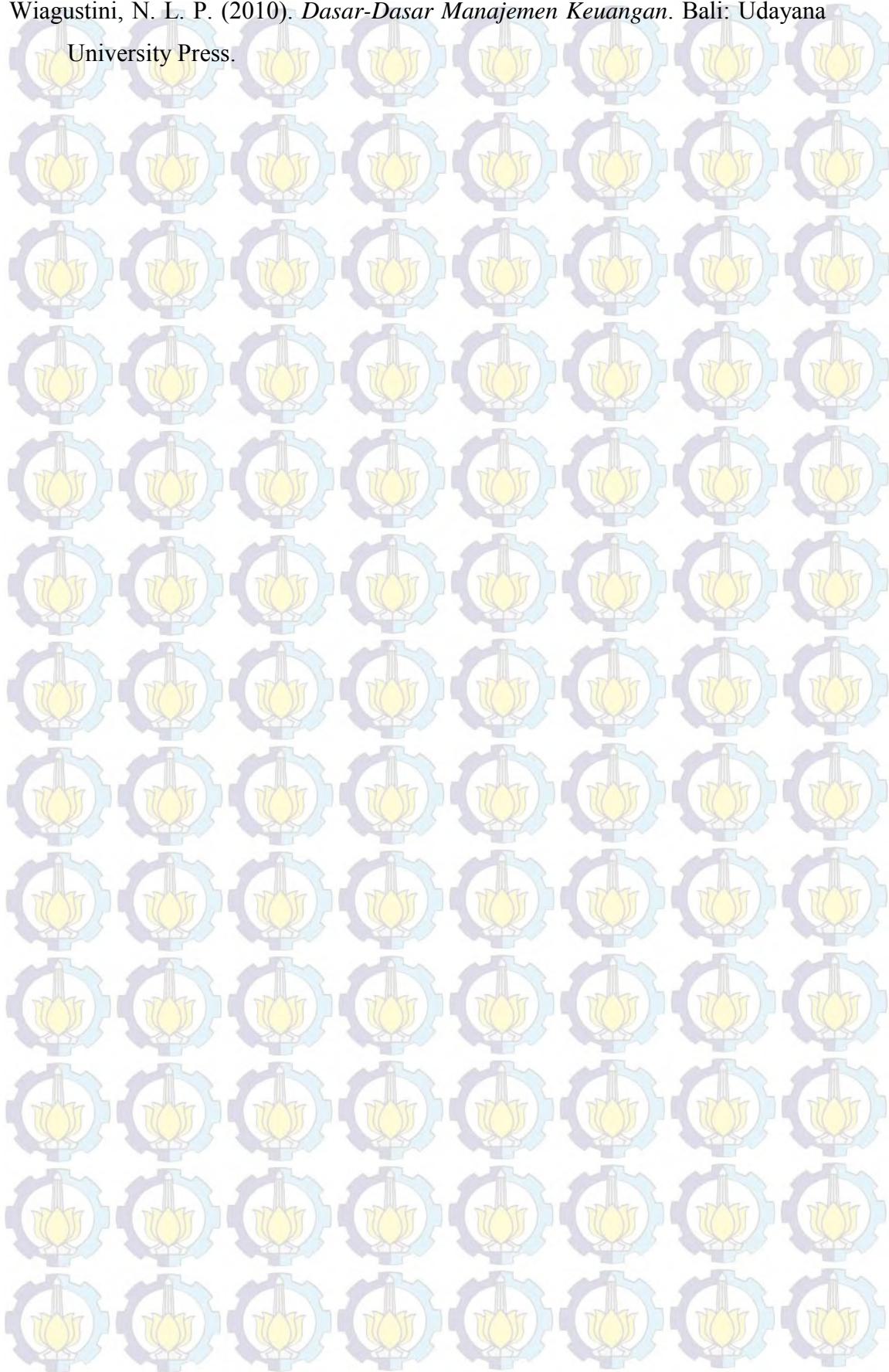
DAFTAR PUSTAKA

- Bagwell, S. L. (1991). *Share Repurchase and Takeover Deterrence*. Journal of Economics Vol. 22 No. 1, pp. 72-88.
- Brealey, R. A., Myers S. C., & Marcus A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance 3th edition*. USA: Mc-Graw Hill.
- Chakraborty, I. (2010). *Agency Problems in Corporate Finance*. Pennsylvania: University of Pennsylvania
- Cesari, A. D., Espenlaub, S., & Khurshed, A. (2011). *Stock repurchases and Treasury Share Sales: Do They Stabilize Price and Enhance Liquidity?.* Journal of Corporate Finance, Vol. 17, pp. 1558-1579.
- Cesari, A. D., Espenlaub, S., Khurshed, A. & Simkovic, M. (2012). *The Effects of Ownership and Stock Liquidity on The Timing of Repurchase Transactions*. Journal of Corporate Finance, Vol. 18, pp. 1023-1050.
- CFA Institute. (2010). *Standards of Practice Handbook, 10th ed.*
- Chang, E. C. & Wong, S. M. L. (2003). *Managerial Discretion and Firm Performance in China's Listed Firms*. Hong Kong: Hong Kong Research Grants Council.
- Dittmar, A. K. (2000). *Why Do Firms Repurchase Stock?.* The Journal of Business, Vol. 73 No. 3, pp. 331-355.
- Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B. & Woodhead, A. (2008). *An Empirical Survey of The Motivation For Share Repurchases in The UK*. Journal of Managerial Finance, Vol. 34 No.12, pp. 888-906.
- Easterwood, J., Seth, A., & Singer, R. (1997). *Limits on Managerial Discretion in Management Buyouts: The Effectiveness of Institutional, Market and Legal Mechanisms*. Journal of Managerial and Decision Economics, Vol. 18, pp. 654-666.
- Fahmi, I. (2015). *Manajemen Investasi Edisi 2*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, I. (2014). *Structural Equation Modelling: Metode Alternatif Dengan Partial Least Squares (PLS)*. Semarang: Universitas Diponegoro Semarang.
- Hair, J. F., Sarstedt, M., Hopkins, L. & Kuppelwieser, V. G. (2014). *Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM): An Emerging Tool In Business Research*. European Business Review, Vol. 26 No. 2, pp. 106-121.

- Hair, J., Babin, B., Money, A. H. & Samouel, P. (2003). *Essentials of Business Research Methods*. United States of America: John Wiley & Sons.
- Haris, O. & Glegg, C. (2009). *Governance Quality and Privately Negotiated Stock Repurchases: Evidence of Agency Conflict*. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, pp. 317-325.
- Hill, R. A. (2008). *Strategic Financial Management 1st edition*.
- Horne, J. C. V. (1997). *Financial Management and Policy 2nd Edition*. New Jersey: Prentice-Hall Inc
- Hutauruk, M. R., Mintarti, S., & Paminto, A. (2014). *Influence of Fundamental Ratio, Market Ratio and Business Performance to The Systematic Risk and Their Impacts to The Return on Shares at The Agricultural Sector Companies at The Indonesia Stock Exchange for The Period of 2010-2013*. *Academic Research International*, Vol. 5, No. 5.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P. & Weisbach, M. S. (2000). *Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and Stock Repurchases*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 355-384.
- Jansson A. & Larsson-Olaison U. (2010). *The Effect of Corporate Governance on Stock Repurchases: Evidence from Sweden*. *Corporate Governance*, Vol. 18 No. 5, pp. 457-472.
- Jensen, M.C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. *The American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal. (1998).
- Lang, L., Poulsen, A., Stulz, R. (1995). *Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion*. *Journal of Financial Economic* 38 pp 3-37.
- Latan, H. (2013). *Structural Equation Modelling: Konsep dan Aplikasi*. Bandung: Alfabeta.
- Liyu. Z. (2014). *Examining Share Repurchasing and The S&P Buyback Indices*.
- Martono & Agus. 2010. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.

- Mitchell, J.D. & Dharmawan, G. V. (2007). *Incentives For on-market Buybacks: Evidence from a transparent Buyback Regime*. Journal of Corporate Finance, Vol. 13 No. 1, pp. 146-169.
- Nohel, T. & Tarhan, V. (1998). *Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on The Agency Costs of Free Cash Flow*. Journal of Financial Economics, Vol. 49, pp. 187-222.
- Nyoman, G. & Sumertajaya, I. M. (2008). *Pemodelan Persamaan Struktural Dengan Partial Least Square*.
- Ofer, A. R. & Thakor, A. V. (1987). *A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Case Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends*. The Journal of Finance, Vol. 42 No. 2, pp. 365-394.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan. 2013.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan. 2014.
- Quiry, P., Dallochio M., Fur Y. L., & Salvi A. (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. USA: John Wiley & Sons, Ltd.
- Reddy, S. (2014). *Factors Influencing on-market Share Repurchase Decisions In Australia*. Studies in Economics and Finance, Vol. 31 Iss 3, pp. 255-271.
- Sarjono, H. & Julianita, W. (2015). *Structural Equation Modelling: Sebuah Pengantar, Aplikasi Untuk Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Scott, R. W. (2014). *Institutional Investors, Stock Repurchase and Information Asymmetry*. International Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 4.
- Stephens, C. & Weisbach, M. (1998). *Actual Share Reacquisitions in Open-market Repurchase Programs*. The Journal of Finance Vol. 53 No. 1, pp. 313-333.
- Teng & Hachiya. (2013). *Agency Problem and Stock Repurchases: Evidence from Japan*. Review of Pasific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 16, No. 3.
- Wang, L., Lin, C., Fung, H. & Chen, H. (2011). *An Analysis of Stock Repurchase In Taiwan*. International Review of Economics and Finance Vol 27, pp. 497-513.
- Wansley, J., Lane, R., & Sarkar, J. (1989). *Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums*. Journal of Financial Management, Vol. 18, No. 3., pp. 97-110.

Wiagustini, N. L. P. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Bali: Udayana University Press.



LAMPIRAN

Lampiran 1. Rekap Perusahaan Yang Melakukan Stock Repurchase Tahun 2002 - 2014.

No.	Tahun	Nama Perusahaan	Sektor Perusahaan	Stock Repurchase	
					Nominal (Y3)
1	2002	PT HM sampoerna Tbk	Industri barang konsumsi	Rp	364,909,000,000.00
2	2002	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	663,456,429,936.00
3	2002	PT Matahari Putra Prima Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	115,490,000,000.00
4	2002	PT Metrodata Elektronik Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	29,555,000.00
5	2002	PT Panin Insurance Tbk	Keuangan	Rp	235,000,000.00
6	2003	PT Matahari Putra Prima Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	7,748,000,000.00
7	2003	PT Panin Insurance Tbk	Keuangan	Rp	350,000,000.00
8	2003	PT Trimegah Securities Tbk	Keuangan	Rp	16,056,000,000.00
9	2004	PT Asuransi Dayin Mitra Tbk	Keuangan	Rp	147,353,179.00
10	2004	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	28,961,056,503.00
11	2004	PT HM sampoerna Tbk	Industri barang konsumsi	Rp	40,669,000,000.00
12	2004	PT Humpus Intermoda Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	96,081,584,000.00
13	2005	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	31,188,502,503.00
14	2005	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	359,414,045,000.00
15	2005	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	1,224,000,000,000.00
16	2006	PT Bank Central Asia, Tbk	Keuangan	Rp	190,996,000,000.00
17	2006	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	37,441,548,626.00
18	2006	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	250,323,928,150.00
19	2006	PT Bumi Resources Tbk	Pertambangan	Rp	576,022,063,362.42
20	2006	PT Petrosea Tbk	Pertambangan	Rp	11,231,950,000.00

21	2006	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	952,211,000,000.00
22	2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	780,921,641,501.00
23	2007	PT Bumi Resources Tbk	Pertambangan	Rp	326,350,335,853.04
24	2007	PT Centrin Online Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	1,459,694,450.00
25	2007	PT Kalbe Farma Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	218,311,325,616.00
26	2007	PT Sinar Mas Agro Resources And Technology Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	132,200,838,000.00
27	2007	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	1,224,400,000,000.00
28	2008	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	34,081,185,000.00
29	2008	PT Adhi Karya Tbk	Properti dan real estat	Rp	6,143,501,000.00
30	2008	PT Aneka Tambang Tbk	Pertambangan	Rp	13,435,143,000.00
31	2008	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk	Pertanian	Rp	1,996,490,000.00
32	2008	PT Bank Central Asia, Tbk	Keuangan	Rp	617,589,000,000.00
33	2008	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	13,345,000,000.00
34	2008	PT Bumi Resources Tbk	Pertambangan	Rp	327,548,893,597.52
35	2008	PT Duta Graha Indah Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	955,888,000.00
36	2008	PT Elnusa Tbk	Pertambangan	Rp	14,721,000,000.00
37	2008	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	83,078,000,000.00
38	2008	PT Jasa Marga Persero Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	4,379,000,000.00
39	2008	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	1,343,877,500.00
40	2008	PT Jaya Real Property Tbk	Properti dan real estat	Rp	10,637,500,000.00
41	2008	PT Kalbe Farma Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	351,199,458,569.00
42	2008	PT Medco Energi Internasional Tbk	Pertambangan	Rp	567,210,000,000.00
43	2008	PT Media Nusantara Citra Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	8,895,000,000.00
44	2008	PT MNC Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	16,783,000,000.00
45	2008	PT Panin Finansial Tbk	Keuangan	Rp	13,439,000,000.00

46	2008	PT Panin Insurance Tbk	Keuangan	Rp	4,725,000,000.00
47	2008	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	Pertambangan	Rp	2,501,246,250.00
48	2008	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Pertanian	Rp	45,523,000,000.00
49	2008	PT Sampoerna Agro Tbk	Pertanian	Rp	78,574,275,000.00
50	2008	PT Semen Gresik Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	193,509,881,000.00
51	2008	PT Surya Citra Media Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	838,217,000.00
52	2008	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	2,087,462,000,000.00
53	2008	PT Total Bangunan Persada Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	3,236,260,976.00
54	2008	PT Tunas Baru Lampung Tbk	Pertanian	Rp	8,380,438,000.00
55	2008	PT Wijaya Karya Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	24,206,606,000.00
56	2009	PT Adhi Karya Tbk	Properti dan real estat	Rp	3,606,232,500.00
57	2009	PT Bakrie Development Tbk	Properti dan real estat	Rp	1,499,819,652.00
58	2009	PT Global Mediacom Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	6,442,000,000.00
59	2009	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	163,400,000.00
60	2009	PT Jaya Real Property Tbk	Properti dan real estat	Rp	29,223,500,000.00
61	2009	PT Kageo Igar Jaya Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	5,972,262,925.00
62	2009	PT Kalbe Farma Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	119,092,508,824.00
63	2009	PT Media Nusantara Citra Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	21,256,000,000.00
64	2009	PT MNC Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	29,000,000.00
65	2009	PT Wijaya Karya Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	7,277,630,095.00
66	2010	PT Arha Karya Prima Industry Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	79,566,944,000.00
67	2010	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Pertanian	Rp	41,078,000,000.00
68	2010	PT Global Mediacom Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	73,695,000,000.00
69	2010	PT Jaya Real Property Tbk	Properti dan real estat	Rp	28,888,500,000.00
70	2011	PT Lippo Karawaci Tbk	Properti dan real estat	Rp	61,731,458,788.00

71	2011	PT MNC Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	185,935,000,000.00
72	2011	PT MNC Land Tbk	Properti dan real estat	Rp	195,672,090,000.00
73	2011	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	2,077,000,000,000.00
74	2012	PT Asiaplast Industries Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	1,414,032,763.00
75	2012	PT Bukit Asam Tbk	Pertambangan	Rp	189,526,000,000.00
76	2012	PT Global Mediacom Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	391,525,000,000.00
77	2012	PT MNC Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	539,349,000,000.00
78	2012	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Keuangan	Rp	1,462,925,000.00
79	2012	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Pertambangan	Rp	22,762,354,096.00
80	2012	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	1,744,000,000,000.00
81	2013	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	34,619,340,000.00
82	2013	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	8,809,000,000.00
83	2013	PT Bukit Asam Tbk	Pertambangan	Rp	1,709,887,000,000.00
84	2013	PT Colorpak Indonesia Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	1,222,503,639.00
85	2013	PT Gajah Tunggal Tbk	Aneka Industri	Rp	439,000,000.00
86	2013	PT Global Mediacom Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	1,176,959,000,000.00
87	2013	PT Intiland Development Tbk	Properti dan real estat	Rp	31,803,991,020.00
88	2013	PT Jaya Real Property Tbk	Properti dan real estat	Rp	6,627,700,000.00
89	2013	PT Media Nusantara Citra Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	436,640,000,000.00
90	2013	PT MNC Investama Tbk	Perdagangan, jasa dan investasi	Rp	184,991,000,000.00
91	2013	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Keuangan	Rp	20,807,127,000.00
92	2013	PT Mulia Industrindo Tbk	Industri dasar dan kimia	Rp	6,309,953,000.00
93	2013	PT Nusantara Infrastructure Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	84,522,927,500.00
94	2013	PT Perdana Gapura Prima Tbk	Properti dan real estat	Rp	603,515,131.00
95	2013	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Pertanian	Rp	3,270,000,000.00

96	2013	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Pertambangan	Rp	48,108,468,092.00
97	2013	PT Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Properti dan real estat	Rp	36,023,050.00
98	2013	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Pertanian	Rp	94,901,000,000.00
99	2013	PT Sat Nusapersada Tbk	Aneka Industri	Rp	42,871,195,121.95
100	2013	PT Surya Semesta Internusa Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	26,125,100,911.00
101	2013	PT Wijaya Karya Tbk	Properti dan real estat	Rp	10,272,110,000.00
102	2014	PT Agung Podomoro Land Tbk	Properti dan real estat	Rp	61,737,013,000.00
103	2014	PT Central Omega Tbk	Pertambangan	Rp	49,428,217,500.00
104	2014	PT Global Mediacom Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	7,891,000,000.00
105	2014	PT Media Nusantara Citra Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	58,787,000,000.00
106	2014	PT Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk	Infrastruktur, utilitas dan transportasi	Rp	5,512,738,500.00
107	2014	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Pertanian	Rp	155,013,000,000.00
108	2014	PT Trimegah Securities Tbk	Keuangan	Rp	18,662,102,000.00

Lampiran 2. Rekap *Managerial Discretion* dan *Ownership Structure*

No.	Tahun <i>Stock Repurchase</i>	Nama Perusahaan	Pemilik Institusi	Managerial Discretion		Ownership Structure	
				Kas/Total Aset (X1)	FCF/Total Aset (X2)	Stable Holdings (X3)	Institutional Holdings (X4)
1	2008	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Swasta	0.142	-0.500	0.700	0.300
2	2013	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Swasta	0.141	0.014	0.717	0.283
3	2008	PT Adhi Karya Tbk	Negara	0.181	-0.012	0.523	0.477
4	2009	PT Adhi Karya Tbk	Negara	0.071	0.032	0.583	0.417
5	2014	PT Agung Podomoro Land Tbk	Swasta	0.161	-0.026	0.701	0.299
6	2008	PT Aneka Tambang Tbk	Negara	0.394	0.156	0.750	0.250
7	2010	PT Arha Karya Prima Industry Tbk	Swasta	0.160	0.132	0.136	0.861
8	2012	PT Asiaplast Industries Tbk	Swasta	0.104	0.181	0.533	0.467
9	2004	PT Asuransi Dayin Mitra Tbk	Swasta	0.016	0.123	0.739	0.261
10	2009	PT Bakrie Development Tbk	Swasta	0.089	-0.068	0.105	0.895
11	2008	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk	Swasta	0.084	-0.103	0.487	0.513
12	2006	PT Bank Central Asia, Tbk	Swasta	0.025	0.061	0.534	0.466
13	2008	PT Bank Central Asia, Tbk	Swasta	0.035	0.136	0.533	0.467
14	2004	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	0.269	0.076	0.117	0.883
15	2005	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	0.200	0.075	0.117	0.883
16	2006	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	0.253	0.098	0.163	0.837
17	2005	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	0.167	-0.053	0.523	0.477
18	2006	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	0.132	-0.188	0.455	0.545
19	2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	0.108	0.128	0.455	0.545

20	2008	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Swasta	0.104	-0.123	0.523	0.477
21	2013	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Swasta	0.043	0.067	0.541	0.459
22	2012	PT Bukit Asam Tbk	Negara	0.590	0.128	0.650	0.350
23	2013	PT Bukit Asam Tbk	Negara	0.465	0.126	0.656	0.344
24	2006	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	0.036	0.009	0.286	0.714
25	2007	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	0.019	-0.067	0.221	0.779
26	2008	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	0.044	0.254	0.195	0.805
27	2014	PT Central Omega Tbk	Swasta	0.523	0.259	0.752	0.248
28	2007	PT Centrin Online Tbk	Swasta	0.195	0.134	0.782	0.218
29	2010	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Swasta	0.073	0.217	0.555	0.446
30	2013	PT Colorpak Indonesia Tbk	Swasta	0.047	0.067	0.653	0.347
31	2008	PT Duta Graha Indah Tbk	Swasta	0.354	0.000	0.747	0.253
32	2008	PT Elnusa Tbk	Swasta	0.050	0.065	0.514	0.486
33	2013	PT Gajah Tunggal Tbk	Swasta	0.070	0.024	0.499	0.501
34	2009	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.111	-0.048	0.064	0.936
35	2010	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.015	0.036	0.065	0.936
36	2013	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.048	-0.077	0.533	0.467
37	2014	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.073	0.158	0.565	0.435
38	2012	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.077	0.034	0.517	0.484
39	2002	PT HM sampoerna Tbk	Swasta	0.087	0.115	0.388	0.612
40	2004	PT HM sampoerna Tbk	Swasta	0.185	0.118	0.396	0.604
41	2004	PT Humpus Intermoda Tbk	Swasta	0.054	0.277	0.788	0.212
42	2002	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Swasta	0.064	0.263	0.494	0.506
43	2008	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Swasta	0.154	0.102	0.516	0.484
44	2013	PT Intiland Development Tbk	Swasta	0.036	0.108	0.421	0.579

45	2008	PT Jasa Marga Persero Tbk	Negara	0.289	-0.182	0.729	0.271
46	2008	PT Jasinindo Tiga Perkasa Tbk	Swasta	0.220	0.092	0.714	0.286
47	2009	PT Jasinindo Tiga Perkasa Tbk	Swasta	0.269	0.072	0.742	0.258
48	2008	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	0.026	-0.071	0.000	1.000
49	2009	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	0.033	0.038	0.008	0.992
50	2010	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	0.011	-0.045	0.026	0.974
51	2013	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	0.175	0.099	0.040	0.960
52	2009	PT Kageo Igar Jaya Tbk	Swasta	0.119	0.091	0.631	0.369
53	2007	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	0.273	0.171	0.528	0.472
54	2008	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	0.217	0.096	0.536	0.464
55	2009	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	0.232	0.176	0.554	0.446
56	2011	PT Lippo Karawaci Tbk	Swasta	0.227	-0.125	0.187	0.813
57	2002	PT Matahari Putra Prima Tbk	Swasta	0.177	0.073	0.476	0.524
58	2003	PT Matahari Putra Prima Tbk	Swasta	0.238	0.105	0.571	0.429
59	2008	PT Medco Energi Internasional Tbk	Swasta	0.124	0.072	0.524	0.476
60	2008	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	0.256	-0.117	0.700	0.300
61	2009	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	0.155	-0.015	0.711	0.289
62	2013	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	0.059	0.135	0.700	0.300
63	2014	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	0.060	0.182	0.673	0.327
64	2002	PT Metrodata Elektronik Tbk	Swasta	0.285	0.152	0.137	0.863
65	2008	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.163	-0.177	0.290	0.710
66	2009	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.082	0.252	0.359	0.641
67	2011	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.071	0.096	0.407	0.593
68	2012	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.059	-0.013	0.366	0.634
69	2013	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.049	-0.125	0.256	0.744

70	2012	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Swasta	0.130	0.021	0.896	0.104
71	2013	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Swasta	0.088	-0.093	0.901	0.099
72	2011	PT MNC Land Tbk	Swasta	0.028	0.073	0.114	0.887
73	2013	PT Mulia Industrindo Tbk	Swasta	0.055	0.284	0.673	0.327
74	2013	PT Nusantara Infrastructure Tbk	Swasta	0.160	0.074	0.240	0.760
75	2008	PT Panin Finansial Tbk	Swasta	0.008	0.005	0.561	0.439
76	2002	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	0.009	0.002	0.489	0.511
77	2003	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	0.011	0.201	0.442	0.558
78	2008	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	0.008	-0.128	0.561	0.440
79	2014	PT Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk	Swasta	0.055	-0.430	0.504	0.496
80	2013	PT Perdana Gapura Prima Tbk	Swasta	0.035	0.015	0.673	0.327
81	2008	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	Negara	0.061	-0.016	0.553	0.447
82	2006	PT Petrosea Tbk	Swasta	0.081	-0.007	0.796	0.205
83	2008	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Swasta	0.142	-0.095	0.644	0.356
84	2013	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Swasta	0.238	0.124	0.595	0.405
85	2012	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Swasta	0.443	0.187	0.317	0.683
86	2013	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Swasta	0.074	0.239	0.327	0.674
87	2013	PT Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Swasta	0.136	-0.026	0.503	0.497
88	2013	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Swasta	0.130	0.056	0.784	0.216
89	2014	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Swasta	0.075	0.106	0.790	0.210
90	2008	PT Sampoerna Agro Tbk	Swasta	0.228	-0.388	0.718	0.282
91	2013	PT Sat Nusapersada Tbk	Swasta	0.069	0.020	0.700	0.300
92	2008	PT Semen Gresik Tbk	Negara	0.331	0.140	0.510	0.490
93	2007	PT Sinar Mas Agro Resources And Technology Tbk	Swasta	0.061	0.048	0.722	0.272
94	2008	PT Surya Citra Media Tbk	Swasta	0.284	0.036	0.787	0.213

95	2013	PT Surya Semesta Internusa Tbk	Swasta	0.389	-0.014	0.124	0.876
96	2005	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	0.086	0.191	0.658	0.342
97	2006	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	0.086	0.227	0.675	0.325
98	2007	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	0.111	0.259	0.679	0.321
99	2008	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	0.124	0.249	0.690	0.310
100	2011	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	0.091	0.234	0.647	0.354
101	2012	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	0.094	0.322	0.685	0.315
102	2008	PT Total Bangunan Persada Tbk	Swasta	0.101	0.045	0.647	0.353
103	2003	PT Trimegah Securities Tbk	Swasta	0.176	0.031	0.734	0.266
104	2014	PT Trimegah Securities Tbk	Swasta	0.170	-0.388	0.595	0.405
105	2008	PT Tunas Baru Lampung Tbk	Swasta	0.090	-0.056	0.575	0.426
106	2008	PT Wijaya Karya Tbk	Negara	0.330	-0.210	0.716	0.284
107	2009	PT Wijaya Karya Tbk	Negara	0.182	0.000	0.718	0.282
108	2013	PT Wijaya Karya Tbk	Negara	0.137	0.024	0.675	0.325

Lampiran 3. Rekap *Valuation* dan *Agency Problems*

No.	Tahun <i>Stock Repurchase</i>	Nama Perusahaan	Pemilik Institusi	<i>Valuation</i>		<i>Agency Problems</i>	
				PBV (X5)	PER (X6)	DPR (Y1)	1/ICR (Y2)
1	2008	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Swasta	2.540	11.990	0.000	0.167
2	2013	PT Ace Hardware Indonesia Tbk	Swasta	8.690	32.790	0.100	0.009
3	2008	PT Adhi Karya Tbk	Negara	12.430	16.400	0.169	0.466
4	2009	PT Adhi Karya Tbk	Negara	2.180	4.380	0.321	0.516
5	2014	PT Agung Podomoro Land Tbk	Swasta	0.600	5.080	0.143	0.259
6	2008	PT Aneka Tambang Tbk	Negara	3.400	5.800	0.121	0.010
7	2010	PT Arha Karya Prima Industry Tbk	Swasta	0.490	4.030	0.260	0.153
8	2012	PT Asiaplast Industries Tbk	Swasta	0.510	5.130	1.368	0.000
9	2004	PT Asuransi Dayin Mitra Tbk	Swasta	0.300	3.010	0.523	0.159
10	2009	PT Bakrie Development Tbk	Swasta	0.320	5.370	0.000	0.107
11	2008	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk	Swasta	3.440	30.760	0.169	0.359
12	2006	PT Bank Central Asia, Tbk	Swasta	2.640	11.640	0.445	0.513
13	2008	PT Bank Central Asia, Tbk	Swasta	4.390	19.950	0.465	0.506
14	2004	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	0.570	-24.240	-0.618	-55.242
15	2005	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	0.670	8.600	0.000	0.223
16	2006	PT Bentoel Internasional Investama Tbk	Swasta	0.770	7.470	0.145	0.163
17	2005	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	1.420	8.860	0.115	0.270
18	2006	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	1.740	5.300	0.096	0.204
19	2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk	Swasta	1.870	4.650	0.068	0.153
20	2008	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Swasta	1.720	15.370	0.236	0.427

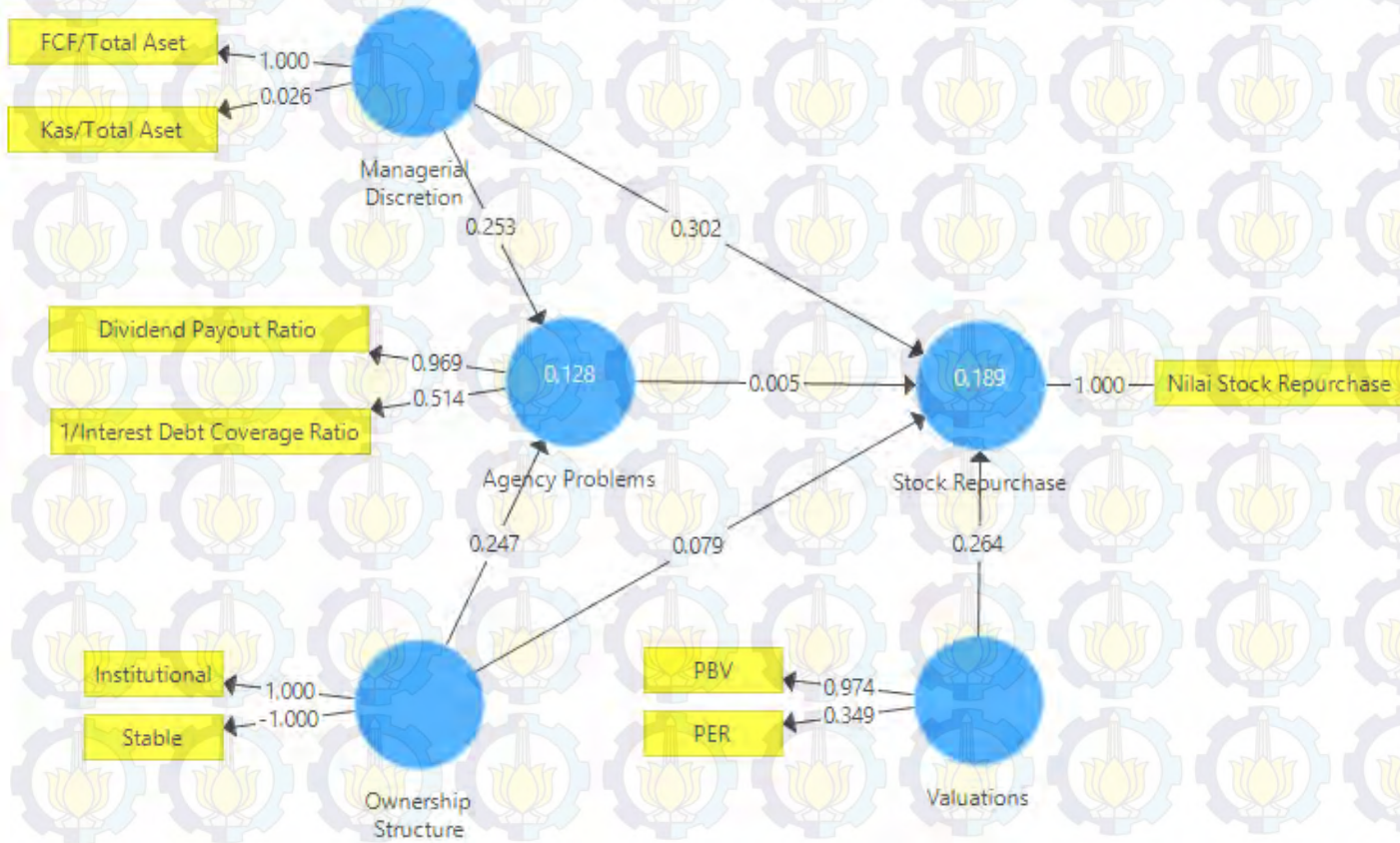
21	2013	PT Budi Strach & Sweetener Tbk	Swasta	0.540	88.980	0.000	0.926
22	2012	PT Bukit Asam Tbk	Negara	4.900	12.950	0.415	0.001
23	2013	PT Bukit Asam Tbk	Negara	4.900	15.330	0.711	0.001
24	2006	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	1.730	11.360	0.079	0.303
25	2007	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	5.070	8.240	0.100	0.231
26	2008	PT Bumi Resources Tbk	Swasta	10.350	13.900	0.195	0.078
27	2014	PT Central Omega Tbk	Swasta	1.290	5.540	0.790	0.002
28	2007	PT Centrin Online Tbk	Swasta	0.080	0.990	0.244	0.013
29	2010	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk	Swasta	2.520	4.580	0.000	0.078
30	2013	PT Colorkpak Indonesia Tbk	Swasta	1.980	13.250	0.251	0.121
31	2008	PT Duta Graha Indah Tbk	Swasta	1.370	5.980	1.023	0.066
32	2008	PT Elnusa Tbk	Swasta	1.600	15.290	0.240	0.222
33	2013	PT Gajah Tunggal Tbk	Swasta	1.360	6.600	0.031	0.189
34	2009	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.370	-2.940	0.000	0.000
35	2010	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	0.470	-11.680	0.000	-0.415
36	2013	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	2.340	16.210	0.168	0.094
37	2014	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	1.970	41.650	0.692	0.205
38	2012	PT Global Mediacom Tbk	Swasta	1.630	70.400	0.000	0.216
39	2002	PT HM sampoerna Tbk	Swasta	2.530	11.540	0.210	0.166
40	2004	PT HM sampoerna Tbk	Swasta	2.560	10.460	0.582	0.139
41	2004	PT Humpus Intermoda Tbk	Swasta	0.720	3.590	0.260	0.271
42	2002	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Swasta	1.380	6.550	0.180	0.322
43	2008	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Swasta	2.930	19.250	0.193	0.261
44	2013	PT Intiland Development Tbk	Swasta	0.800	17.940	0.243	0.218
45	2008	PT Jasa Marga Persero Tbk	Negara	4.750	86.090	0.122	0.670

46	2008	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	Swasta	0.500	17.000	0.000	0.233
47	2009	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	Swasta	1.620	13.040	0.082	0.195
48	2008	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	0.500	5.180	0.225	0.094
49	2009	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	1.110	9.300	0.261	0.062
50	2010	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	1.630	11.180	0.236	0.061
51	2013	PT Jaya Real Property Tbk	Swasta	3.590	17.920	0.265	0.004
52	2009	PT Kageo Igar Jaya Tbk	Swasta	0.210	5.500	0.623	0.239
53	2007	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	4.040	17.760	0.002	0.059
54	2008	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	3.780	18.000	0.125	0.045
55	2009	PT Kalbe Farma Tbk	Swasta	1.120	5.560	0.123	0.041
56	2011	PT Lippo Karawaci Tbk	Swasta	1.620	26.260	0.084	0.045
57	2002	PT Matahari Putra Prima Tbk	Swasta	0.690	11.760	0.541	0.167
58	2003	PT Matahari Putra Prima Tbk	Swasta	0.810	12.500	0.233	0.172
59	2008	PT Medco Energi Internasional Tbk	Swasta	3.010	242.290	0.973	0.648
60	2008	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	1.060	21.180	0.000	0.249
61	2009	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	0.180	11.410	0.417	0.488
62	2013	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	4.780	19.590	0.277	0.016
63	2014	PT Media Nusantara Citra Tbk	Swasta	4.780	26.860	0.616	0.015
64	2002	PT Metrodata Elektronik Tbk	Swasta	0.650	0.730	0.083	0.053
65	2008	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.320	2.210	0.110	0.242
66	2009	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.070	-1.020	-0.230	1.938
67	2011	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.420	18.220	0.071	0.283
68	2012	PT MNC Investama Tbk	Swasta	0.700	33.670	0.175	0.257
69	2013	PT MNC Investama Tbk	Swasta	1.050	9.300	0.169	0.122
70	2012	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Swasta	1.360	13.610	0.048	0.364

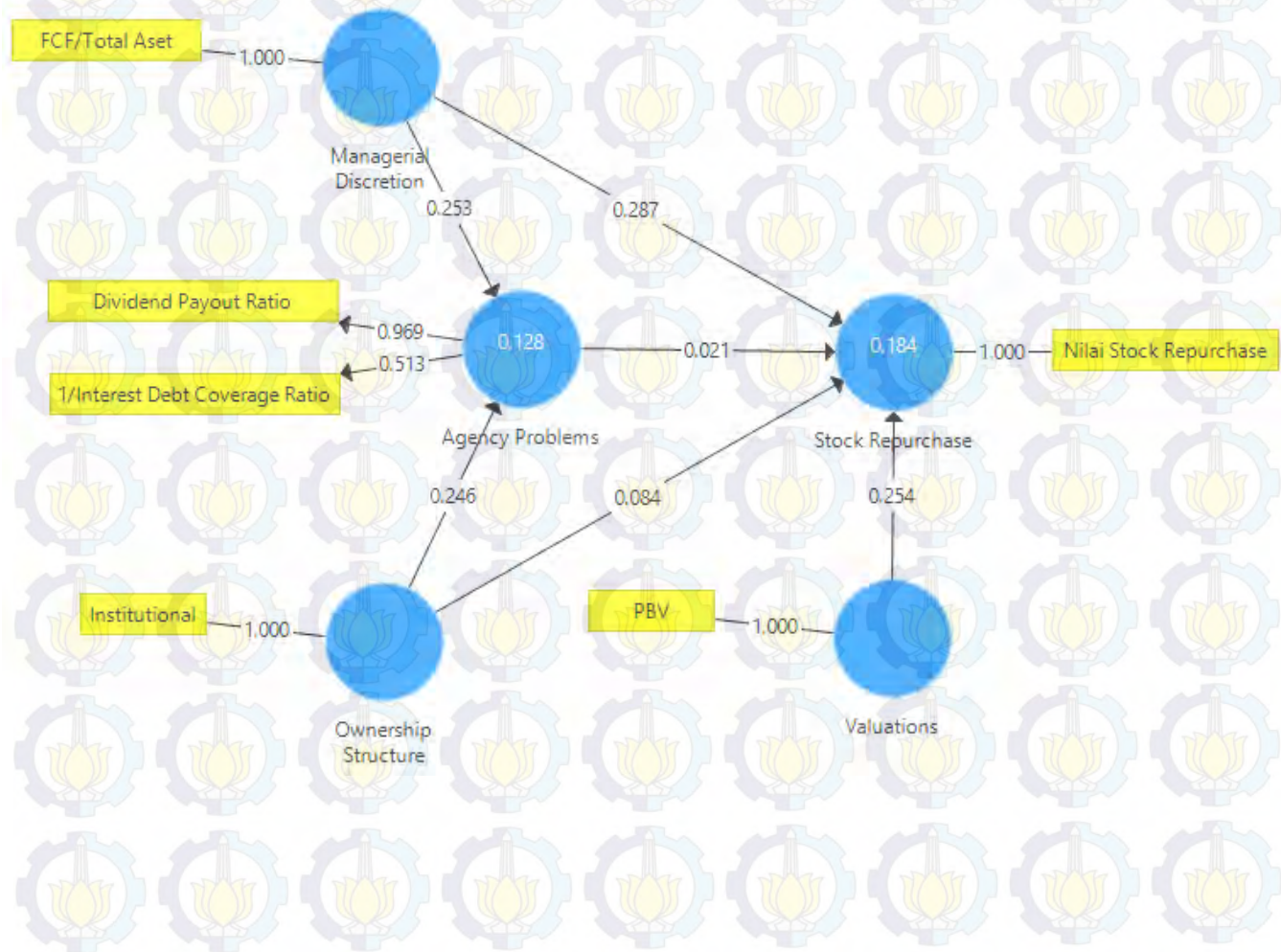
71	2013	PT MNC Kapital Indonesia Tbk	Swasta	2.830	13.580	0.023	0.224
72	2011	PT MNC Land Tbk	Swasta	0.360	4.270	0.433	0.212
73	2013	PT Mulia Industrindo Tbk	Swasta	0.250	-10.220	0.000	1.241
74	2013	PT Nusantara Infrastructure Tbk	Swasta	2.400	0.060	0.000	0.562
75	2008	PT Panin Finansial Tbk	Swasta	1.110	10.470	0.000	0.209
76	2002	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	0.160	9.900	0.000	0.289
77	2003	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	0.120	3.470	0.000	0.025
78	2008	PT Panin Insurance Tbk	Swasta	0.180	3.840	0.000	0.023
79	2014	PT Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk	Swasta	0.610	8.020	0.000	0.326
80	2013	PT Perdana Gapura Prima Tbk	Swasta	0.450	6.810	0.085	0.100
81	2008	PT Perusahaan Gas Negara Tbk	Negara	1.780	7.160	0.567	0.154
82	2006	PT Petrosea Tbk	Swasta	1.100	8.590	0.491	0.034
83	2008	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Swasta	6.280	25.790	0.000	0.075
84	2013	PT PP London Sumatera Indonesia Tbk	Swasta	2.230	12.530	0.608	0.002
85	2012	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Swasta	9.820	14.330	0.213	0.003
86	2013	PT Resources Alam Indonesia Tbk	Swasta	3.490	11.350	0.875	0.006
87	2013	PT Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk	Swasta	0.320	25.450	0.000	0.006
88	2013	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Swasta	1.130	11.940	0.411	0.175
89	2014	PT Salim Ivomas Pratama Tbk	Swasta	0.760	23.410	0.828	0.331
90	2008	PT Sampoerna Agro Tbk	Swasta	3.890	23.470	0.000	0.205
91	2013	PT Sat Nusapersada Tbk	Swasta	0.430	23.760	0.000	0.044
92	2008	PT Semen Gresik Tbk	Negara	0.440	16.420	0.361	0.013
93	2007	PT Sinar Mas Agro Resources And Technology Tbk	Swasta	3.250	13.300	0.000	0.127
94	2008	PT Surya Citra Media Tbk	Swasta	0.570	5.590	0.418	0.324
95	2013	PT Surya Semesta Internusa Tbk	Swasta	2.760	6.510	0.041	0.049

96	2005	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	5.370	14.710	0.394	0.097
97	2006	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	5.110	14.880	0.264	0.068
98	2007	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	7.250	18.460	0.065	0.055
99	2008	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	6.060	15.760	0.288	0.053
100	2011	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	2.840	13.550	0.357	0.077
101	2012	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	Negara	2.330	12.600	0.572	0.066
102	2008	PT Total Bangunan Persada Tbk	Swasta	2.380	20.020	0.769	0.034
103	2003	PT Trimegah Securities Tbk	Swasta	1.140	37.400	0.485	0.345
104	2014	PT Trimegah Securities Tbk	Swasta	0.790	113.730	0.000	0.608
105	2008	PT Tunas Baru Lampung Tbk	Swasta	2.370	25.580	0.322	0.311
106	2008	PT Wijaya Karya Tbk	Negara	2.350	11.520	0.048	0.195
107	2009	PT Wijaya Karya Tbk	Negara	0.850	7.490	0.200	0.147
108	2013	PT Wijaya Karya Tbk	Negara	3.150	19.100	0.232	0.046

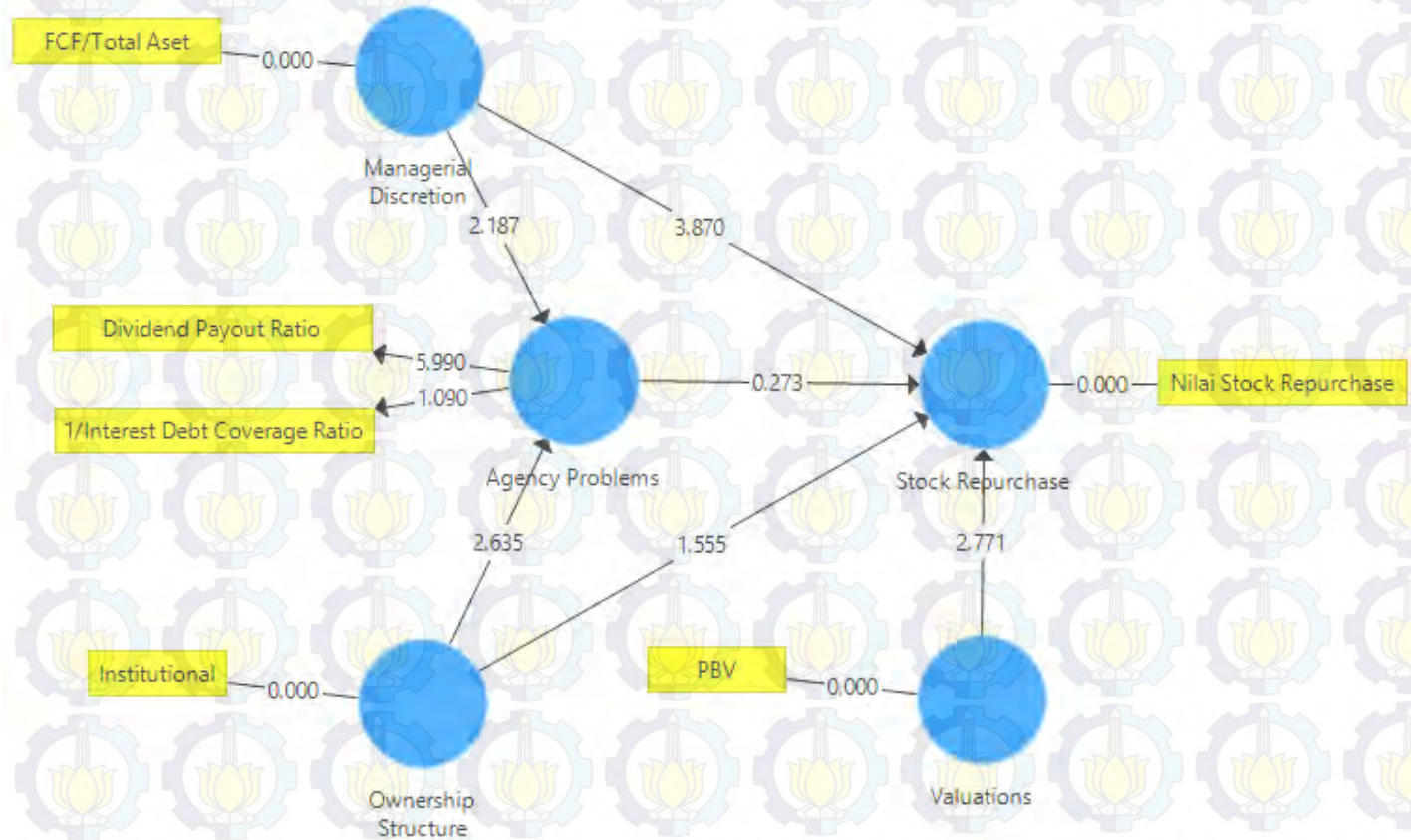
Lampiran 4. PLS Algorithm Model I.



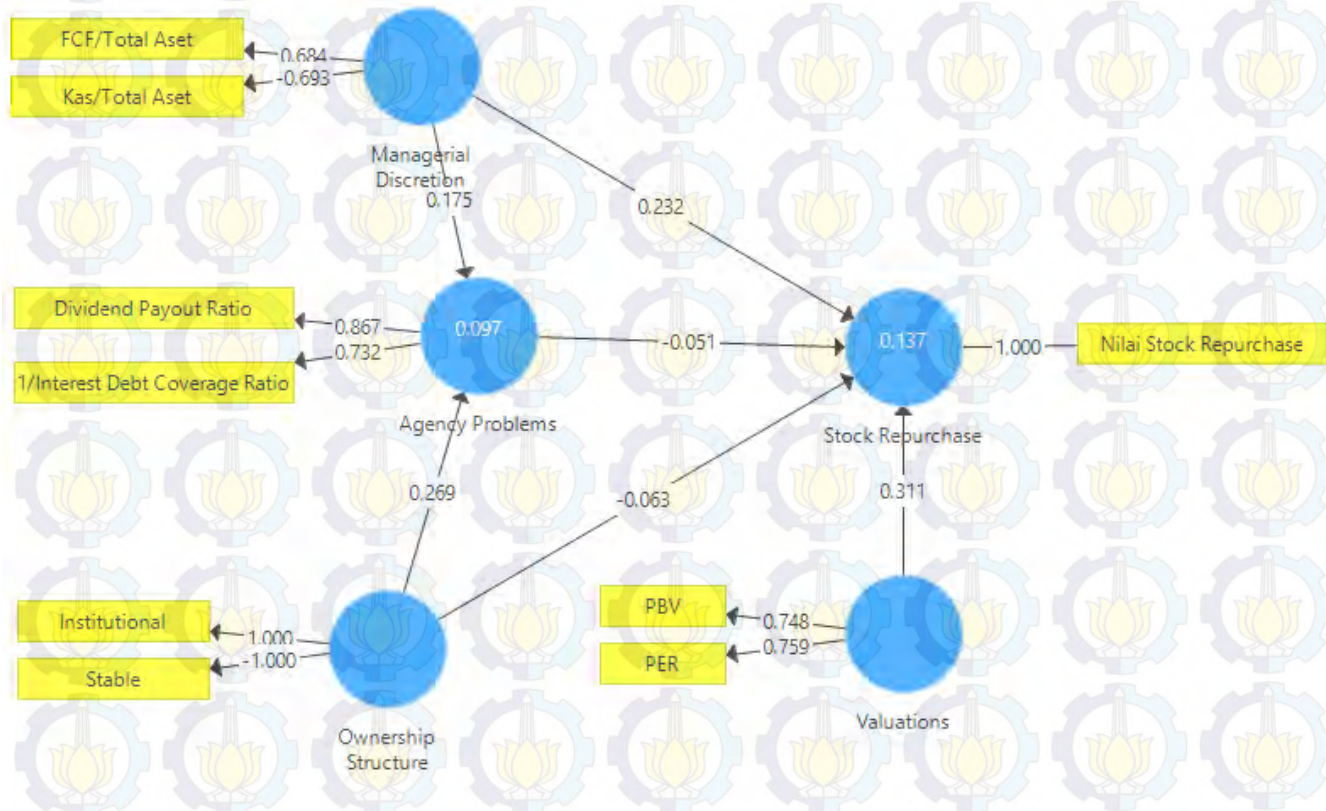
Lampiran 5. PLS Alogrithm Model I Setelah Direduksi.



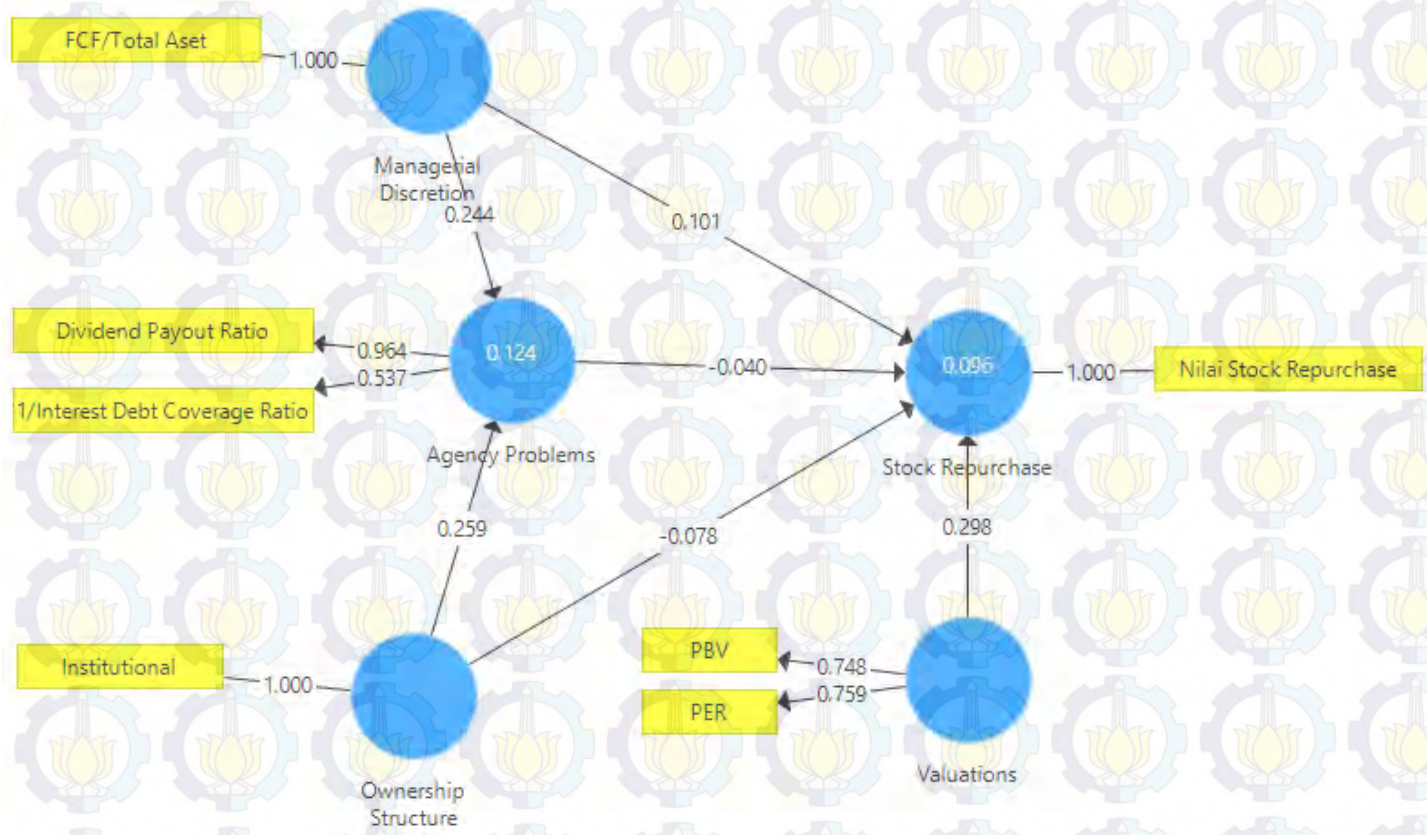
Lampiran 6. Bootstrapping Model I.



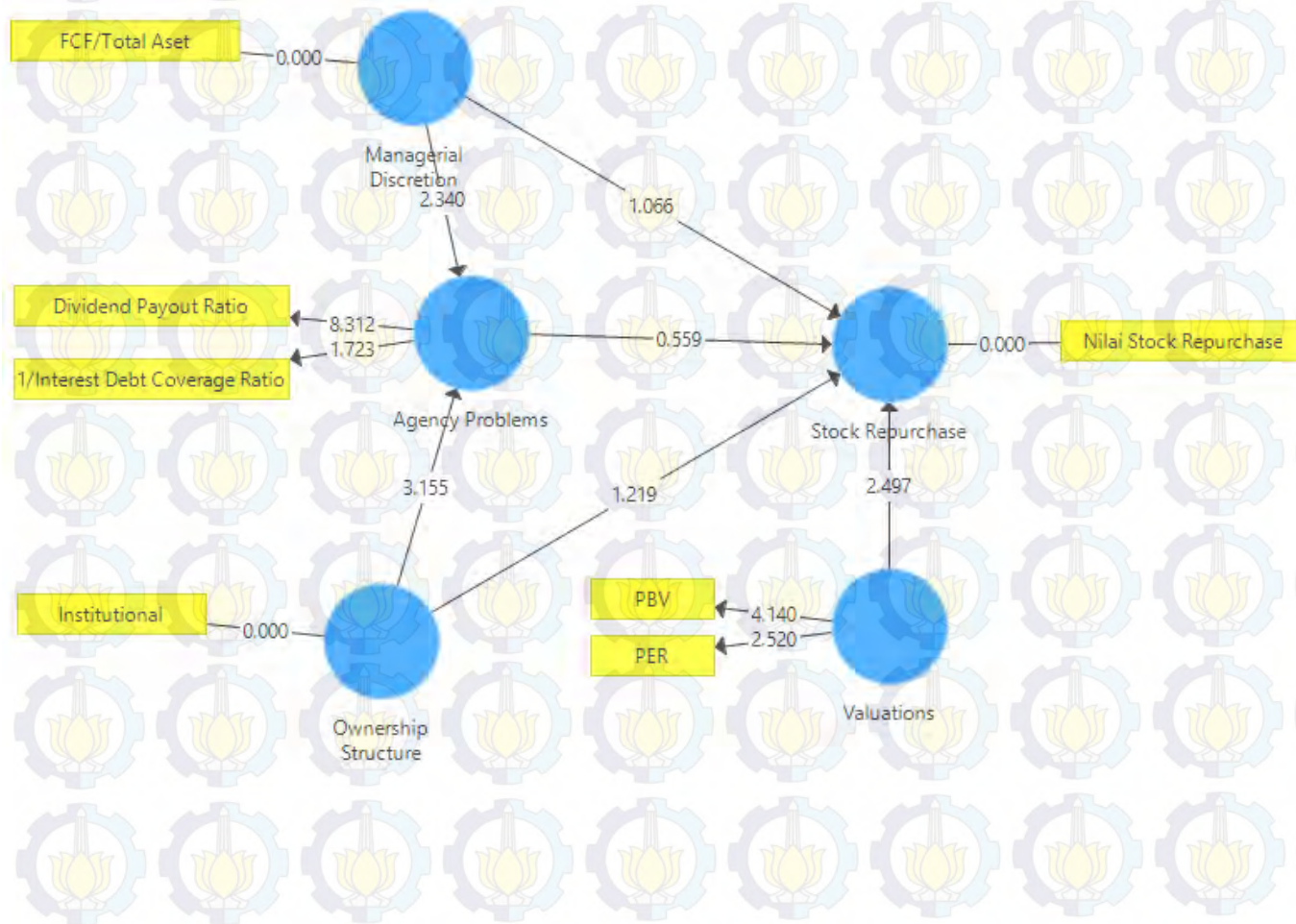
Lampiran 7. PLS Algorithm Model II.



Lampiran 8. PLS Algorithm Model II Setelah Direduksi.



Lampiran 9. Bootstrapping Model II.



BIODATA PENULIS



Christian Yendi merupakan mahasiswa Jurusan Manajemen Bisnis Institut Teknologi Sepuluh Nopember angkatan 2012. Penulis dilahirkan di Tuban pada tanggal 03 September 1994 dari pasangan Eddy Suwarno dan Yuri Meni Kadang, S.H. Penulis adalah putra pertama dari dua bersaudara. Penulis lulus dari SMA Kristen Petra 5 Surabaya tahun 2012 dan pada tahun yang sama penulis lulus seleksi masuk Institut Teknologi Sepuluh Nopember (ITS) Surabaya Jurusan Manajemen Bisnis, Fakultas Teknologi Industri.

Pada masa perkuliahan, penulis aktif dalam aktivitas organisasi, pelatihan, dan perlombaan. Penulis aktif sebagai manajer operasional *College Welfare Division* organisasi Himpunan Mahasiswa Manajemen Bisnis tahun 2014-2015. Sedangkan pelatihan yang pernah diikuti adalah ESQ (2011), *Strategic and Brand Management* (2014), dan Kader Bela Negara (2014). Perlombaan yang pernah diikuti penulis adalah Entrepreneur Creative Challenge (EURECA) sebagai juara II dan Entrepreneur dan Business Plan Competition (ESBC) sebagai juara I. Pengalaman aplikasi ilmu yang pernah penulis dapatkan adalah ketika melaksanakan Kerja Praktik di PT. Bimasco Cargo System tahun 2015. Penulis dapat dihubungi melalui email christianyendi@yahoo.com