

2072006



DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

KARYA AKHIR

REAKSI PASAR ATAS KEPUTUSAN RAPAT UMUM PEMEGANG SAHAM LUAR
BIASA UNTUK MELAKUKAN *STOCK REPURCHASE*
(*EVENT STUDY* PADA BURSA EFEK INDONESIA
PADA PERIODE 2003-2007)

Diajukan Oleh:

GITA WANDITA BUDIANA

0606159762

T
23080

UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT
GUNA MENCAPAI GELAR
MAGISTER MANAJEMEN

2008

PERPUSTAKAAN
UNIVERSITAS INDONESIA



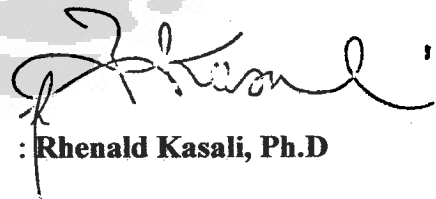
UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

TANDA PERSETUJUAN KARYA AKHIR

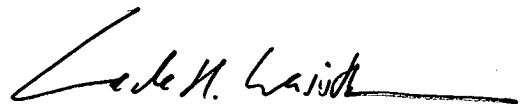
Nama : **Gita Wandita Budiana**
Nomor Mahasiswa : **0606159762**
Konsentrasi : **Manajemen Keuangan**
Judul Karya Akhir : **Reaksi Pasar atas Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham
Luar Biasa untuk Melakukan *Stock Repurchase* (*Event Study* pada
Bursa Efek Indonesia pada Periode 2003-2007)**

Ketua Program Studi

Tanggal Magister Manajemen



: **Rhenald Kasali, Ph.D**



Tanggal 5/5/08 Pembimbing Karya Akhir

: **Dr. Gede H. Wasistha**



BERITA ACARA PRESENTASI KARYA AKHIR

Pada hari **SABTU**, tanggal **26 APRIL 2008**, telah dilaksanakan presentasi Karya Akhir dari mahasiswa dengan

Nama : Gita Wandita Budiana

No. Mhs : 0606159762

Konsentrasi : Manajemen Keuangan - Pagi

Presentasi tersebut diuji oleh tim penguji yang terdiri dari :

Nama :

Tanda Tangan

1. **Eko Rizkianto, ME**
(Ketua)

.....

2. **Thomas H. Secokusumo, MBA**
(Anggota 1)

.....

3. **Dr. Gede Harja Wasistha**
(Anggota 2/Pembimbing)

.....

Mengetahui,

Ratna Wardani, MM
Kepala Bagian Administrasi Akademik

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN KARYA AKHIR

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Gita Wandita Budiana
No. Mahasiswa : 0606159762
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan ini menyatakan sebagai berikut:

1) Karya akhir yang berjudul:

Reaksi Pasar atas Keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa untuk Melakukan *Stock Repurchase* (*Event Study* pada Bursa Efek Indonesia pada Periode 2003-2007)

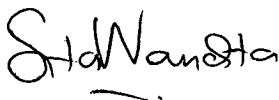
Penelitian yang terkait dengan karya akhir ini adalah hasil dari kerja saya sendiri.

- 2) Setiap ide atau kutipan dari karya orang lain baik berupa publikasi atau bentuk lainnya dalam karya akhir ini, telah diakui sesuai dengan standar prosedur referensi dalam disiplin ilmu.
- 3) Saya juga mengakui bahwa karya akhir ini dapat dihasilkan berkat bimbingan dan dukungan penuh oleh pembimbing saya, yaitu:

Dr. Gede H. Wasistha

Apabila di kemudian hari dalam karya ini ditemukan hal-hal yang menunjukkan telah dilakukannya kecurangan akademik oleh saya, maka gelar akademik saya yang telah saya dapatkan akan ditarik sesuai dengan ketentuan dari Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Jakarta, 4 Mei 2008



(Gita W. Budiana)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan atas berkat dan rahmat Allah SWT sehingga akhirnya penulis dapat menyelesaikan karya akhir ini. Penyusunan karya akhir ini merupakan syarat untuk menyelesaikan studi pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis banyak menemui hambatan dalam penulisan karya akhir ini. Walaupun demikian, penulis juga banyak mendapatkan bantuan dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Rhenald Kasali, Ph.D selaku Ketua Program Studi MM-FEUI.
2. Bapak Dr. Gede H. Wasistha selaku pembimbing karya akhir yang telah memberikan banyak masukan dalam penulisan karya akhir ini. Ketelitian serta kesabaran yang telah diberikan sangat berarti bagi penulis.
3. Mamah (Irewati Budiana), Bapak (Karya Budiana), dan Adik (M. Fikri Budiana) atas dukungan dan perhatian tanpa akhir. *Love you always and forever.*
4. Staf pengajar, administrasi, pendidikan, LabKom, serta perpustakaan MM-FEUI atas semua bantuannya.
5. Sepupu-sepupu tercinta: Kania Paramita yang setia menemani, Diandra Natari dan Karisa Pepitasari, serta Mbak Sissy dan Mas Andi atas tumpangan apartemennya.
6. Teman-teman A063 kesayangan atas kerjasama dan kenangan-kenangan manis selama masa perkuliahan. Pucha dan Indra teman sekelompok abadi, Lydie dan Imel teman sederet selalu, Mira dan Itha atas kejenakaan dan keceriaannya.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan karya akhir ini. Hal tersebut semata-mata karena keterbatasan penulis dalam pengalaman dan pengetahuan. Oleh karena itu, penulis akan menerima kritik dan saran dengan terbuka guna perbaikan dalam karya akhir ini. Akhirnya, penulis berharap semoga karya akhir ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca.

Penulis

RINGKASAN EKSEKUTIF

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh semakin meningkatnya jumlah perusahaan publik di Indonesia yang melakukan tindakan *stock repurchase*. Dengan metode *event study*, penelitian ini bertujuan untuk mempelajari reaksi pasar terhadap pelaksanaan RUPS Luar Biasa yang membahas aksi korporasi *stock repurchase* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Lebih spesifiknya, penelitian ini memiliki tujuan khusus untuk mempelajari *abnormal return* saham yang muncul akibat adanya *event* tersebut.

Pemilihan RUPS Luar Biasa sebagai *event* yang akan diteliti didasarkan pada kenyataan bahwa tindakan *stock repurchase* akan dilakukan dalam jangka waktu tertentu, dimulai dari tanggal dilaksanakannya RUPS Luar Biasa tersebut. Sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan yang mendaftarkan pengumuman mengenai pelaksanaan RUPS Luar Biasa menyangkut rencana pelaksanaan aksi korporasi *stock repurchase* di BEI. Periode pengamatan penelitian ini adalah sejak tahun 2003 sampai tahun 2007.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan adanya *cumulative abnormal return* yang dihasilkan pada beberapa hari dalam *event window*, maka dapat dikatakan bahwa *event* RUPS Luar Biasa yang membahas aksi korporasi *stock repurchase* memberikan keuntungan bagi pemegang saham perusahaan. Berdasarkan nilai rerata *cumulative abnormal return*, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini mendukung dugaan bahwa pasar bereaksi positif atas rencana aksi korporasi *stock repurchase*. Dalam pembuktian *Efficient Market Hypothesis* khususnya *semi-strong form*, maka pasar menyerap informasi publik berupa pelaksanaan RUPS Luar Biasa tersebut dengan relatif cepat.

EXECUTIVE SUMMARY

This research was motivated by the increasing number of public company in Indonesia that buy their share back. Using event study method, the purpose of this research is to study market reaction toward the decision made by shareholders' meeting to execute stock repurchase in Indonesian Stock Exchange. Specifically, the special purpose of this research is to study the abnormal return that is caused by the event.

The choosing of shareholders' meeting as the event in this research was based on the fact that the stock repurchase action would be done in a certain period, starting from the date of shareholders' meeting. Sample of this research consists of stocks of listed companies announcing shareholders' meeting to discuss the execution of stock repurchase. The research period is from 2003 to 2007.

The result of the research showed that there is cumulative abnormal return in a few days of the event window, so it is considered that the event gave benefit to the company's shareholders. Based on the average cumulative abnormal return, it could be concluded that this research supports the hypothesis that the market would react positively toward the corporate action. In proving Efficient Market Hypothesis, especially the semi-strong form, it can be said that market absorbs the public information, which is the implementation of the shareholders' meeting, relatively fast.

DAFTAR ISI

RINGKASAN EKSEKUTIF	ii
<i>EXECUTIVE SUMMARY</i>	iii
DAFTAR ISI.....	iv
DAFTAR TABEL.....	vi
DAFTAR GAMBAR.....	vii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	5
1.4 Ruang Lingkup Pembahasan.....	6
1.5 Data dan Metodologi Penelitian.....	7
1.6 Kerangka Penulisan.....	8
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	9
2.1 <i>Stock Repurchase</i>	9
2.2 <i>Efficient Market Hypothesis</i> (EMH).....	13
2.3 <i>Event Study</i>	15
2.3.1 Definisi <i>Event Study</i>	15
2.3.2 Tujuan <i>Event Study</i>	16
2.3.3 Langkah-Langkah Pelaksanaan <i>Event Study</i>	16
2.3.4 Dasar Asumsi <i>Event Study</i>	17
2.4 Penelitian-Penelitian Terdahulu.....	19
2.4.1 Penelitian Empiris mengenai <i>Stock Repurchase</i>	19
2.4.2 Penelitian mengenai <i>Event Study</i> dan Efisiensi Pasar.....	22
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....	24
3.1 Tahap Persiapan.....	25
3.1.1 Pendefinisian <i>Event</i>	25
3.1.2 Penentuan Sampel dan Pengumpulan Data.....	26
3.1.3 Pengidentifikasian Waktu <i>Event</i>	28
3.1.4 Penentuan Periode Estimasi dan Periode <i>Event</i>	28
3.1.5 Seleksi Sampel.....	29
3.2 Tahap Pengolahan Data.....	30

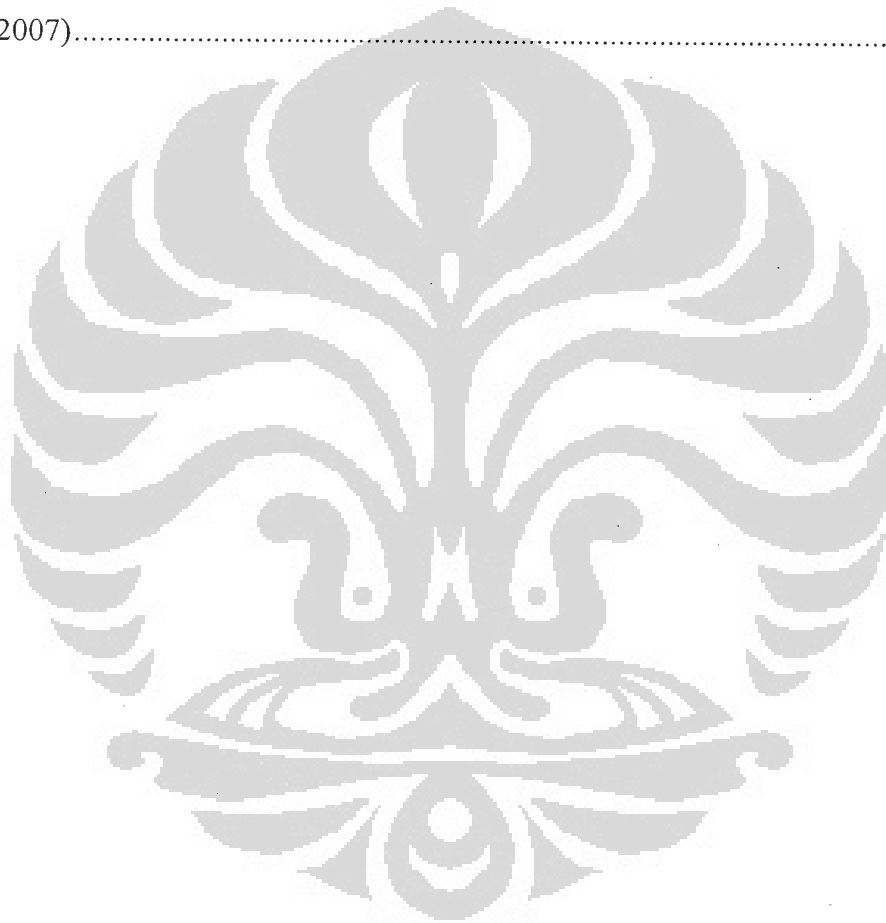
3.2.1 Tahapan Pemodelan <i>Expected Return</i>	31
3.2.2 Tahap <i>Event Study</i>	34
3.3 Prosedur Uji Signifikansi	36
3.3.1 Hipotesis Penelitian	36
3.3.2 Uji Statistik	38
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	40
4.1 Analisis terhadap Pemodelan <i>Expected Return</i>	40
4.2 Analisis terhadap Uji Empiris <i>Event Study</i>	45
4.3 Pengujian Hipotesis dan Analisis Uji Statistik	48
4.3.1 Pengujian Hipotesis 1	48
4.3.2 Pengujian Hipotesis 2	49
4.3.3 Pengujian Hipotesis 3	51
4.3.4 Pengujian Hipotesis 4	52
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	53
5.1 Kesimpulan	53
5.2 Saran	55
DAFTAR PUSTAKA	57
LAMPIRAN 1A: Contoh Penyampaian Bukti Iklan	L-1
LAMPIRAN 1B: Contoh Informasi kepada Para Pemegang Saham.....	L-2
LAMPIRAN 2: <i>Cumulative Abnormal Return</i> dan <i>Abnormal Return</i>	L-3

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Perusahaan Publik yang Melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Luar Biasa Selama Periode 2003-2007	27
Tabel 4.1 Ringkasan Hasil ADF <i>Unit Root</i> Test.....	42
Tabel 4.2 Nilai Beta Historis Setiap Saham Individual dalam Sampel	43
Tabel 4.3 Nilai Durbin-Watson, Model ARIMA, dan Hasil Uji <i>Serial-Correlation</i> LM	44
Tabel 4.4 Hasil Pengujian <i>White Heteroscedasticity</i>	45
Tabel 4.5 Uji Signifikansi AAR.....	49
Tabel 4.6 Uji Signifikansi ACAR.....	50
Tabel 4.7 Uji Signifikansi AAR dan ACAR Sebelum dan Setelah <i>Event</i>	51

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Skema Periode Estimasi dan Periode <i>Event</i>	29
Gambar 4.1 Grafik <i>Trend</i> AAR secara Agregat (Semua Sampel Penelitian dari Tahun 2003 -2007).....	46
Gambar 4.2 Grafik <i>Trend</i> ACAR secara Agregat (Semua Sampel Penelitian dari Tahun 2003-2007).....	47



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pada saat perusahaan memiliki kelebihan dana tunai, manajemen dapat memilih satu dari beberapa cara untuk membagi dana tunai (*cash disbursement*) kepada pemegang saham. Selain dividen tunai dan saham bonus, perusahaan dapat melakukan pembelian kembali saham atau dikenal sebagai *stock buy-back* atau *stock repurchase* (selanjutnya dalam penelitian ini, akan digunakan istilah *stock repurchase*). Pembagian dividen itu sendiri telah menjadi pilihan utama untuk mendistribusikan *cash* pada *shareholders* selama ini, namun *stock repurchase* telah menunjukkan popularitas yang meningkat akhir-akhir ini (Ross: 2005, 509-510).

Stock repurchase adalah pembelian kembali yang dilakukan oleh suatu perusahaan atas saham-sahamnya dari pemegang saham yang sekarang. Kegiatan *stock repurchase* juga dapat berupa pembelian kembali saham-saham biasa yang beredar di bursa oleh perusahaan. Adapun pengaruh yang diinginkan dari pembelian kembali saham adalah untuk mendorong nilai pemegang saham atau membantu menghadapi pengambilalihan yang tidak diinginkan.

Dorongan terhadap nilai pemegang saham melalui pembelian kembali saham dapat dicapai dengan:

- (i) mengurangi jumlah saham yang beredar sehingga menyebabkan meningkatnya laba per saham (EPS);
- (ii) mengirimkan sinyal positif kepada para investor di pasar karena manajemen yakin bahwa saham dinilai terlalu rendah (*undervalued*); dan

- (iii) memberi gambaran harga saham terendah (*floor price*) sementara pada publik.

Penggunaan *stock repurchase* untuk menghalangi pengambilalihan (*takeover*) didasarkan pada keyakinan bahwa dengan mengurangi atau menurunkan jumlah saham yang diperdagangkan secara umum, kemungkinan seorang *corporate raider* untuk mengendalikan perusahaan akan berkurang. Tindakan yang dikenal dengan istilah '*greenmail*' tersebut pada dasarnya merupakan usaha perusahaan untuk menghentikan pengambilalihan dengan cara membeli *stock* dari *agressor* (dalam hal ini *corporate raider*) di atas harga pasar.

Beberapa faktor yang mendukung dilakukannya *stock repurchase* menurut Indarto (2005) adalah *undervaluation*, *excess cash flow*, dan *leverage*. Penelitiannya menunjukkan hasil bahwa *undervalued shares* mendorong perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* dengan tujuan untuk meningkatkan nilai saham. Selain itu, *excess cash* (kelebihan kas) juga mendorong perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* dengan alasan bahwa menahan *excess cash* dapat menimbulkan terjadinya *over investment* (investasi pada proyek yang memiliki nilai NPV negatif). Pengaruh *leverage* terhadap *level of stock repurchases* dapat dilihat pada kenyataan bahwa perusahaan dengan rasio hutang yang rendah (di bawah rata-rata rasio hutang industri) cenderung melakukan *stock repurchase* dengan tujuan ingin meningkatkan rasio hutangnya.

Sementara itu, Dittmar (2002) menemukan bahwa perusahaan melakukan *stock repurchase* karena memiliki motif-motif sebagai berikut:

- (i) *Stock repurchase* merupakan salah satu metode untuk mendistribusikan *excess capital* pada *shareholders*. Salah satu alasan mengapa *stock repurchase* lebih disukai daripada pembagian

dividen adalah karena adanya keuntungan *personal-tax-rate* dari *capital gain*.

- (ii) *Stock repurchase* menawarkan fleksibilitas tidak hanya dalam pilihan distribusi dana berlebih, namun juga kapan dana tersebut dapat didistribusikan. Jika *insider* memiliki kepercayaan bahwa *stock* dinilai terlalu rendah, maka perusahaan dapat melakukan *stock repurchase* sebagai sebuah sinyal pada pasar. Reaksi positif yang tercermin pada harga *stock* sesudah pengumuman *stock repurchase program* dapat memperbaiki *misvaluation* yang terjadi.
- (iii) Dengan mengasumsikan adanya *leverage ratio* yang optimal, perusahaan dapat menggunakan *stock repurchase* untuk mencapai *ratio* yang ditargetkan.
- (iv) Dengan menyerap saham, perusahaan tidak hanya meningkatkan *leverage ratio* perusahaan, namun juga memungkinkan manajer perusahaan untuk mendistribusikan *cash* tanpa mengurangi nilai per lembar saham.
- (v) *Stock repurchase* dapat mempengaruhi hubungan antara perusahaan dengan pihak-pihak luar. *Stock repurchase* meningkatkan harga akuisisi karena *shareholders* yang menjual saham mereka dalam *stock repurchase program* adalah *shareholders* yang memiliki nilai reservasi terendah. Dengan kata lain, perusahaan yang sedang dalam risiko menjadi target *takeover* kemungkinan besar akan melakukan *stock repurchase*.

Stock repurchase program juga dapat diimplementasikan untuk memperoleh *stock* yang kemudian akan digunakan untuk perencanaan insentif bagi manajemen dan

karyawan, seperti misalnya *stock options* dan *stock-purchase plans*. Perusahaan yang sedang berkembang melalui merger dan akuisisi biasanya juga menjalankan *stock repurchase plan* dalam rangka membangun *currency* untuk akuisisi. Sebuah perusahaan akan meningkatkan jumlah *treasury stock* yang dimilikinya untuk kemudian digunakan untuk membeli perusahaan lain. Untuk alasan tersebut, *stock repurchase program* dapat dianggap sebagai tanda-tanda *growth*.

Secara keseluruhan, Dittmar (2002) menyimpulkan bahwa rencana *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan adalah berita baik untuk para investor. *Stock repurchase* merupakan pertanda bahwa perusahaan sehat secara finansial. Oleh karena itu, *stock repurchase* seringkali berakibat pada peningkatan harga saham perusahaan.

Stock repurchase merupakan salah satu strategi finansial yang sangat penting bagi perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Penelitian lain yang dilakukan oleh Grullon dan Michaely (2002) melaporkan bahwa dalam jangka waktu dua puluh tahun terakhir, pembelanjaan perusahaan untuk *stock repurchase* di AS meningkat pada *rate* yang jauh lebih tinggi dibandingkan dengan pembagian *cash dividends*. Perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* bukan hanya perusahaan-perusahaan yang baru berdiri, namun perusahaan-perusahaan besar yang telah berdiri sejak lama juga menunjukkan kecenderungan yang tinggi untuk melakukan *payout cash* melalui *stock repurchase*. Selain itu, para analis di AS juga telah melakukan estimasi nilai agregat dari *stock repurchase* yang telah dilakukan di NYSE, ASE, dan NASDAQ, yakni berkisar sepertiga dari nilai *cash dividend*.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh semakin pentingnya aksi korporasi *stock repurchase* di Indonesia dan belum banyak penelitian di Indonesia yang membahas mengenai *stock repurchase*. Pengumuman mengenai akan dilakukannya tindakan

stock repurchase merupakan suatu aksi korporasi yang dianggap dapat menguntungkan investor. Oleh karena itu, seharusnya investor bereaksi positif terhadap pengumuman rencana *stock repurchase*. Menurut teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH), khususnya *semi-strong form*, dampak aksi *stock repurchase* seharusnya tercermin pada *return* saham perusahaan yang melaksanakannya.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan sebelumnya, maka permasalahan yang akan diteliti adalah:

- (i) Bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Luar Biasa mengenai aksi korporasi *stock repurchase* yang dilakukan oleh para emiten, berkaitan dengan *Efficient Market Hypothesis*, khususnya *semi-strong form*.
- (ii) Apakah terdapat *abnormal return* sehubungan dengan *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai *stock repurchase* tersebut.
- (iii) Bagaimanakah pola *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR) sehubungan dengan *event stock repurchase*.

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

Tujuan umum penelitian ini adalah mempelajari reaksi pasar terhadap pengumuman pelaksanaan RUPS Luar Biasa yang membahas aksi korporasi *stock repurchase* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun tujuan khusus penelitian ini

adalah mempelajari *abnormal return* saham yang muncul akibat adanya *event* tersebut serta bentuk pola dari AAR dan ACAR sehubungan dengan *event* penelitian.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah memberikan masukan bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholders*) di BEI berkaitan dengan aksi korporasi *stock repurchase*. Kajian ini bermanfaat bagi investor atau pemodal dalam mengambil keputusan investasi dalam saham-saham yang akan melakukan *stock repurchase*. Kajian ini diharapkan juga bermanfaat bagi penyelenggara dan regulator bursa dalam rangka menyusun kebijakan berkaitan dengan pengumuman RUPS Luar Biasa yang menyangkut pelaksanaan aksi korporasi *stock repurchase*.

1.4 Ruang Lingkup Pembahasan

Ruang lingkup penelitian ini meliputi saham-saham perusahaan yang mendaftarkan pengumuman mengenai pelaksanaan RUPS Luar Biasa menyangkut rencana pelaksanaan aksi korporasi *stock repurchase* di BEI. Periode pengamatan penelitian ini adalah sejak tahun 2003 sampai tahun 2007. Hal tersebut didasarkan pada alasan bahwa tindakan *stock repurchase* baru mulai banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada periode tersebut.

Selain itu, penelitian ini memiliki keterbatasan dalam jumlah sampel. Tidak banyak perusahaan yang mengumumkan rencana RUPS Luar Biasa yang akan membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase* Dalam periode pengamatan penelitian, hanya ditemukan enam belas pengumuman mengenai akan dilakukannya RUPS Luar Biasa.

Di samping itu, terdapat perbedaan antara pelaksanaan aksi korporasi *stock repurchase* di Indonesia dengan negara-negara lain. Di AS misalnya, pengumuman pelaksanaan aksi korporasi tersebut dikeluarkan bersamaan dengan realisasi

pelaksanaan aksi *stock repurchase*. Di Indonesia, aksi korporasi tersebut didahului dengan pengumuman di media bahwa perusahaan akan melakukan RUPS Luar Biasa terlebih dahulu untuk membahas apakah *stock repurchase* akan disetujui untuk dilaksanakan atau tidak. Oleh karena itu, pemilihan *event* untuk melihat efek dari aksi korporasi *stock repurchase* dalam penelitian ini berbeda dengan *event study* aksi korporasi tersebut pada umumnya.

1.5 Data dan Metodologi Penelitian

Data yang digunakan dalam penulisan karya akhir ini adalah data sekunder yang terdapat di Bursa Efek Indonesia dan Internet¹ dengan periode waktu dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Data-data yang digunakan adalah:

1. Data pengumuman RUPS Luar Biasa mengenai rencana pelaksanaan *stock repurchase*
2. Data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
3. Data harga saham individual

Sementara itu, metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari dua tahap, yakni tahap *time series* dan *event study*. Tahap *time series* digunakan untuk mengestimasi model *expected (normal) return* dari saham. Untuk tujuan tersebut digunakan data *time series* di luar periode *event study*. Kemudian, tahap *event study* digunakan untuk mengetahui besarnya *abnormal return* yang terjadi selama periode penelitian. Gabungan kedua jenis analisis tersebut diharapkan dapat mengukur *abnormal return* saham seputar pengumuman RUPS Luar Biasa mengenai rencana pelaksanaan *stock repurchase*.

¹ Situs-situs yang digunakan adalah www.bei.co.id, www.yahoo-finance.com, dan www.e-bursa.com.

1.6 Kerangka Penulisan

Kerangka penulisan karya akhir ini terdiri dari lima bab, di mana masing-masing bab terdiri dari beberapa bagian di dalamnya. Kelima bab tersebut adalah pendahuluan, tinjauan pustaka, metodologi penelitian, analisis dan pembahasan, serta kesimpulan dan rekomendasi. Bab pertama akan menguraikan secara singkat mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, ruang lingkup pembahasan, data dan metodologi penelitian, serta kerangka penulisan penelitian. Pada bagian tinjauan pustaka, akan dipaparkan teori-teori yang berkaitan dengan penelitian ini, yakni teori mengenai *stock repurchase*, *Efficient Market Hypothesis*, *Event Study*, dan penelitian-penelitian terdahulu yang sesuai dengan topik penelitian.

Pada bab metodologi penelitian, akan dibahas tahap-tahap yang akan dilakukan dalam pelaksanaan penelitian, yakni tahap persiapan, tahap pengolahan data, dan prosedur uji signifikansi. Sementara itu, akan dipaparkan hasil dari analisis yang telah dilakukan yang terdiri atas analisis terhadap pemodelan *expected return*, analisis terhadap *event study*, dan pembuktian hipotesis penelitian serta analisis uji signifikansi statistik pada bab analisis dan pembahasan. Pada bab terakhir, akan dijelaskan kesimpulan dari analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, serta rekomendasi berdasarkan kesimpulan yang telah dibuat.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Stock Repurchase*

Menurut Ross (2005: 509-510), sebuah perusahaan dapat memilih menggunakan *cash* untuk membeli kembali bagian dari sahamnya sendiri daripada membayarkan dividen. *Stock repurchase* menjadi pilihan yang semakin banyak dipilih oleh perusahaan di Amerika Serikat pada tahun-tahun terakhir ini. Sebuah penelitian membuktikan bahwa sejak tahun 1972, dolar AS yang didistribusikan untuk *stock repurchase* hanya berupa fraksi kecil jika dibandingkan dengan dolar AS yang didistribusikan untuk dividen tunai. Akan tetapi, fraksi tersebut semakin meningkat seiring berjalannya waktu, dengan jumlah dolar AS *stock repurchase* pada akhirnya melebihi jumlah dolar AS untuk dividen pada dua tahun periode sampel, yakni tahun 1999 dan 2000.

Stock repurchase itu sendiri dapat dilakukan dengan tiga cara. Cara yang pertama, perusahaan membeli saham mereka sebagaimana orang biasa membeli saham. Dengan cara yang dikenal dengan nama *open-market purchases*, perusahaan tidak menyatakan dirinya sebagai pembeli. Penjual tidak mengetahui apakah saham tersebut dijual kembali pada perusahaan penerbit atau pada investor biasa.

Cara kedua adalah perusahaan dapat melakukan *tender offer*. Dengan metode tersebut, perusahaan mengumumkan kepada semua pemegang saham perusahaan tersebut bahwa perusahaan bermaksud untuk membeli sejumlah saham pada sebuah harga spesifik. Perusahaan biasanya menetapkan harga di atas harga pasar. Hal tersebut dimaksudkan untuk mendorong pemegang saham untuk menjual saham perusahaan yang mereka miliki.

Cara yang terakhir adalah perusahaan membeli kembali saham perusahaan dari pemegang saham individual yang spesifik. Prosedur tersebut dikenal dengan nama *targeted repurchase*. Misalnya, International Biotechnology Corporation membeli kira-kira 10% dari saham *outstanding* Prime Robotics Company (P-R Co.) pada bulan April dengan harga \$38 per lembar saham. Pada saat itu, International Biotechnology mengumumkan pada *Securities and Exchange Commission* bahwa perusahaan tersebut sedang mencoba mengambil alih P-R Co. Pada bulan Mei, P-R Co. membeli kembali sahamnya dari International Biotechnology seharga \$48 per lembar saham, cukup jauh di atas dari harga pasar pada saat itu. Penawaran tersebut tidak berlaku untuk pemegang saham lainnya.

Perusahaan yang memilih metode tersebut memiliki alasan yang berbeda-beda. Dalam kasus yang langka, seorang atau satu perusahaan pemegang saham mayoritas dapat dibeli pada harga yang lebih rendah dibandingkan dengan *tender offer*. Biaya legal dalam *targeted repurchase* juga tidak jarang lebih rendah jika dibandingkan dengan jenis-jenis *stock repurchase* lainnya. Seringkali yang terjadi adalah perusahaan penerbit saham merasa terganggu dengan perusahaan pemegang saham yang dituju. Seperti contoh yang telah disebutkan sebelumnya, sejumlah besar saham perusahaan dibeli kembali untuk menghindari pengambilalihan perusahaan yang tidak disukai oleh pihak manajemen.

Ross (2000: 512-513) juga menyebutkan lima alasan yang paling sering muncul mengapa perusahaan lebih memilih untuk melakukan *stock repurchase* daripada membagikan dividen. Adapun alasan-alasan tersebut adalah:

(i) Fleksibilitas

Telah banyak diketahui bahwa perusahaan menganggap dividen sebagai komitmen pada pemegang saham. *Stock repurchase* tidak

mewakili bentuk komitmen seperti hal tersebut. Sebuah perusahaan yang memiliki *cash flow* yang meningkat secara permanen kemungkinan besar akan meningkatkan dividennya. Di sisi lain, sebuah perusahaan yang *cash flow*-nya mengalami peningkatan yang bersifat sementara kemungkinan besar akan melakukan *stock repurchase*.

(ii) Kompensasi Eksekutif

Eksekutif dalam suatu perusahaan seringkali diberikan *stock options* sebagai bagian dari kompensasi mereka secara keseluruhan. *Stock options* yang ada dalam perusahaan akan memiliki nilai yang lebih besar jika perusahaan melakukan *stock repurchase* dibandingkan dengan membayarkan dividen. Hal tersebut terjadi karena harga saham akan lebih tinggi setelah pembelian kembali daripada setelah pembagian dividen.

(iii) Kompensasi terhadap Peningkatan Harga Saham

Sebagai tambahan, penggunaan *stock options* meningkatkan jumlah saham *outstanding* perusahaan. Dengan kata lain, penggunaan *stock options* mengakibatkan meningkatnya harga saham. Perusahaan seringkali membeli kembali saham mereka untuk mengkompensasi peningkatan tersebut. Akan tetapi, sulit untuk berargumen bahwa hal tersebut merupakan alasan yang valid untuk membeli kembali saham. Argumen tersebut hanya berlaku jika *stock options* telah digunakan sebelumnya.

(iv) Pembelian Kembali sebagai Investasi

Banyak perusahaan yang membeli kembali saham mereka karena mereka percaya bahwa pembelian kembali merupakan bentuk investasi yang terbaik. Hal tersebut terjadi lebih sering ketika manajer percaya bahwa harga saham sedang tertekan sementara. Dalam hal ini, seringkali dipertimbangkan bahwa (1) kesempatan investasi dalam aset nonfinansial tidak terlalu banyak, dan (2) harga saham perusahaan itu sendiri akan meningkat seiring berjalannya waktu.

Kenyataan bahwa beberapa perusahaan membeli saham kembali pada saat mereka percaya bahwa saham *undervalued* tidak mengimplikasikan bahwa manajemen perusahaan melakukan hal yang tepat; hanya studi empiris yang dapat menyimpulkannya. Reaksi langsung pasar modal terhadap pengumuman *stock repurchase* biasanya cukup baik. Sebagai tambahan, beberapa studi empiris juga menunjukkan bahwa performa harga saham setelah pembelian kembali secara jangka panjang lebih baik daripada harga saham perusahaan sejenis yang tidak melakukan pembelian kembali.

(v) Pajak

Stock repurchase memberikan keuntungan dalam segi pajak jika dibandingkan dengan pembagian dividen. *Stock repurchase* pada umumnya memberi *capital gain* bagi investor yang menjual saham, tingkat pajak atas *capital gain* lebih rendah dibandingkan pajak atas dividen.

2.2 *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Walaupun banyak memancing kontroversi, EMH merupakan salah satu tonggak penting dalam teori keuangan modern. Berdasarkan teori ini, tidak ada seorang pun yang dapat “mengalahkan pasar” karena efisiensi yang ada dalam pasar modal mengakibatkan harga saham yang ada selalu merefleksikan informasi yang relevan. Hal tersebut berarti saham-saham selalu diperdagangkan di bursa pada nilai wajar (*fair value*) dan tidak mungkin bagi investor untuk membeli saham yang *undervalued* dan menjual saham yang *overvalued*.

Inti dari EMH adalah tidak mungkin untuk melebihi kinerja pasar secara keseluruhan melalui *stock selection* atau *market timing*. Para pendukung teori ini berpendapat bahwa tidak ada gunanya mencari saham yang *undervalued* atau berusaha untuk memperkirakan pola yang ada di pasar, baik melalui analisis fundamental ataupun teknikal. Selain itu, satu-satunya cara seorang investor dapat memperoleh *return* yang lebih tinggi adalah dengan membeli investasi yang lebih berisiko.

Fama *et al.* dalam jurnalnya “*The Adjustment of Stock Prices to New Information*” yang diterbitkan di *International Economic Review* pada tahun 1969 memperkenalkan untuk pertama kalinya istilah *efficient market*. Dalam jurnal tersebut, *efficient market* diartikan sebagai pasar yang menyesuaikan secara cepat (*rapidly*) terhadap informasi baru. Fama (1970) kemudian menambahkan bahwa sebuah pasar dengan harga yang selalu mencerminkan secara keseluruhan informasi yang tersedia disebut “efisien”.

Taksonomi klasik *efficient market* berdasarkan kumpulan informasi yang digunakan oleh Fama (1970) adalah sebagai berikut:

(i) *Weak Form Efficiency*

Kumpulan informasi hanya berupa harga historis

(ii) *Semi-Strong Form Efficiency*

Kumpulan informasi berupa semua informasi yang diketahui oleh partisipan dalam pasar (informasi yang tersedia secara publik)

(iii) *Strong Form Efficiency*

Kumpulan informasi berupa semua informasi yang diketahui oleh partisipan dalam pasar dan juga informasi yang bersifat privat (*insider information*).

Dalam jurnalnya "*Efficient Capital Markets: II*" yang diterbitkan di *Journal of Finance* pada tahun 1991, Eugene Fama melakukan revisi atas taksonomi tersebut. Kategori pertama bukan lagi uji *weak-form*, namun mencakup area *tests for return predictability* yang lebih luas. Di dalamnya, termasuk memperkirakan *return* dengan variabel-variabel seperti *dividend yield* dan tingkat bunga. Mengingat bahwa efisiensi pasar dan harga ekuilibrium tidak terpisahkan, diskusi mengenai *predictability* juga mempertimbangkan *cross-sectional predictability* atas *return*, yakni uji-uji seperti *asset-pricing model* dan anomali-anomali (seperti misalnya efek ukuran) yang ditemukan dalam pengujian. Bukti-bukti yang bersifat musiman terhadap *return* (seperti *January effect*) dan klaim bahwa harga saham terlalu fluktuatif juga dipertimbangkan di bawah kategori *return predictability*.

Untuk kategori kedua dan ketiga, Fama hanya mengubah judulnya, bukan cakupannya. Untuk kategori uji *semi-strong-form* atas penyesuaian harga terhadap pengumuman publik, Fama menggantinya dengan judul yang lebih luas, yakni *event studies*. Untuk kategori uji *strong-form* di mana investor-investor tertentu memiliki

informasi tidak hanya mengenai harga pasar, Fama mengusulkan judul yang lebih deskriptif, yakni *tests for private information*.

Elton *et al.* dalam *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (2003: 402) juga mengadopsi generalisasi yang dilakukan Fama untuk tipe pertama, yakni *tests for return predictability*. Di bawah klasifikasi ini, akan dilihat pola-pola dalam *return* saham seperti *return* yang tinggi pada bulan Januari atau pada hari Senin, dan juga apakah *return* dapat diprediksikan dari data historis. Seperti telah disebutkan sebelumnya, Fama telah mengubah klasifikasi *semi-strong form efficiencies* menjadi *event studies* atau *studies of announcement*. Elton juga mengadopsi klasifikasi tersebut.

2.3 Event Study

2.3.1 Definisi Event Study

Event study merupakan sebuah teknik penelitian empiris di bidang keuangan yang memungkinkan seorang peneliti untuk menilai pengaruh kejadian (*event*) tertentu terhadap harga saham suatu perusahaan (Bodie, Kane, dan Marcus, 2008:366). *Event study* tentang reaksi harga saham telah banyak dilakukan, khususnya terhadap diumumkannya suatu informasi, seperti berita yang biasa disebut sebagai pengumuman, menyangkut pendapatan dan dividen, program *stock repurchase*, *stock split*, pencatatan saham, perubahan peringkat obligasi, merger dan akuisisi, serta lain sebagainya.

Event study dapat dilakukan untuk melihat seberapa cepat harga saham benar-benar bereaksi terhadap informasi yang diumumkan (Sharpe, 2000: 91). Apakah harga saham bereaksi cepat atau lambat? Apakah imbal hasil setelah tanggal pengumuman

informasi terlalu tinggi, terlalu rendah, atau normal? Pada dasarnya, metode *event study* timbul berdasarkan konsep *informationally efficient market*, di mana dalam pasar yang efisien, harga-harga saham telah mencerminkan informasi-informasi yang ada dan setiap perubahan harga yang terjadi pasti merefleksikan adanya informasi baru.

2.3.2 Tujuan *Event Study*

Seperti telah dipaparkan sebelumnya, *event study* digunakan untuk meneliti bagaimana reaksi pasar terhadap suatu kejadian, dengan cara mengetahui apakah ada *abnormal* atau *excess return* yang diterima oleh pemegang saham sebagai akibat dari adanya kejadian tersebut. Pengertian *abnormal return* di sini adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan normal (*normal return*) selama *event window*. *Normal return* (atau seringkali dikenal dengan sebutan *expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan didapat apabila tidak ada *event* yang terjadi, sedangkan *event window* adalah periode di mana reaksi harga saham terhadap suatu kejadian diukur. Telah diuraikan pula sebelumnya, bahwa *event study* seringkali digunakan untuk menguji efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis*) dan besarnya dampak dari suatu kejadian.

2.3.3 Langkah-Langkah Pelaksanaan *Event Study*

Langkah-langkah pelaksanaan *event study* secara garis besar menurut Elton, *et al* (2003: 423-424) adalah sebagai berikut:

1. Kumpulkan sampel perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman kejutan (*event*).
2. Tentukan hari pengumuman dan tentukan hari tersebut sebagai nol.
3. Tentukan periode yang akan diteliti.

4. Untuk setiap perusahaan yang menjadi sampel, hitung *return* dari setiap hari yang diteliti.
5. Hitung *abnormal return* untuk setiap hari yang diteliti dari setiap perusahaan yang menjadi sampel.
6. Hitung rata-rata *abnormal return* untuk setiap hari dalam periode *event* dari semua perusahaan yang menjadi sampel.
7. Seringkali, *abnormal return* setiap harinya dijumlahkan untuk menghitung *cumulative abnormal return* dari awal periode.
8. Analisis hasil penelitian.

2.3.4 Dasar Asumsi *Event Study*

Event study didasarkan pada asumsi-asumsi sebagai berikut:

1. *Market Efficiency*

Seperti telah dijelaskan sebelumnya, Eugene Fama telah mengubah klasifikasi *semi-strong form efficiencies* menjadi *event studies* atau *studies of announcement*. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga saham, semakin efisien pasar modal tersebut. Karena pasar modal efisien, maka harga saham akan secara cepat bereaksi terhadap berita-berita baru yang tak terduga. Pasar modal yang efisien adalah pasar modal yang *informationally efficient*. Penelitian dengan metode *event study* dapat dilakukan pada pasar modal yang setidaknya efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong efficient*), karena dalam pasar modal yang *semi-strong efficient*, harga saham akan merefleksikan informasi yang dipublikasikan.

2. *Unanticipated Event*

Asumsi yang selanjutnya digunakan adalah bahwa kejadian yang akan diteliti pengaruhnya terhadap *return* saham, harus merupakan kejadian yang tidak diduga atau diprediksi sebelumnya dan merupakan satu-satunya informasi yang didapat dari media massa, tidak dari sumber informasi lainnya. Jika kejadian tersebut telah diprediksi sebelumnya atau masyarakat telah memiliki informasi mengenai kejadian tersebut sebelum informasi mengenai kejadian itu dipublikasikan, maka informasi tersebut telah sedikit banyak terefleksikan pada harga saham yang terjadi saat ini. Seperti diketahui, tujuan dilakukannya *event study* adalah untuk mengetahui dampak suatu kejadian terhadap *return* suatu saham dengan mengukur apakah terjadi *abnormal return* saham tersebut, di mana *abnormal return* merupakan *return* yang didapat karena adanya suatu kejadian tidak terduga sebelumnya.

3. *Confounding Effects*

Diasumsikan bahwa tidak ada kejadian lain yang dampaknya dapat mengacaukan dampak dari *event* yang sedang diteliti. Efek dari berbaurnya satu *event* dengan *event* lain pada periode yang diteliti menyebabkan pengukuran reaksi pasar menjadi tidak akurat. Mengisolir *event* lain yang dapat mempengaruhi *event* yang sedang diteliti memang tidak mudah, namun perlu ditetapkan asumsi bahwa efek yang mengacaukan telah diisolir untuk mempermudah pelaksanaan penelitian. Semakin panjang *event window* yang digunakan, maka akan semakin sulit untuk meyakinkan bahwa tidak

ada kejadian lain yang akan mengacaukan dampak dari *event* yang sedang diteliti.

2.4 Penelitian-Penelitian Terdahulu

2.4.1 Penelitian Empiris mengenai *Stock Repurchase*

Terdapat bermacam alasan yang melatarbelakangi perusahaan untuk melakukan tindakan *stock repurchase*. Chan, Ikenberry, dan Lee (2003) melakukan penelitian atas tiga motivasi ekonomi: *mispricing*, *free cash flow* yang tidak bertahan, dan peningkatan *leverage*. Penelitian dilakukan dengan mengevaluasi perbedaan *cross-sectional* dalam reaksi awal pasar dan kinerja jangka panjang.

Mengenai motivasi pelaksanaan *stock repurchase*, Dittmar (2000) juga melakukan penelitian yang berusaha melihat hubungan antara *stock repurchase* dengan kebijakan-kebijakan yang menyangkut distribusi *excess capital*, investasi, struktur pemodal, kontrol perusahaan, dan kompensasi. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang melakukan tindakan *stock repurchase* dan terdaftar di Compustat dan *Center for Research in Security Prices* pada periode tahun 1977 sampai dengan tahun 1996. Hasil dari penelitian tersebut adalah perusahaan melakukan *stock repurchase* untuk mengambil keuntungan dari potensi *undervaluation* dan mendistribusikan *excess capital*. Akan tetapi, perusahaan juga melakukan *stock repurchase* untuk meningkatkan *leverage ratio*, mencegah *takeover*, dan melawan efek dilusi dari *stock option*.

Penelitian mengenai pengumuman *open market stock repurchase* dan hubungannya dengan *return* saham pernah dilakukan oleh Liu dan Ziebart (1997). Penelitian tersebut menggunakan model regresi *cross-section* yang menjelaskan hubungan antara reaksi terhadap pengumuman *repurchase* dan *return* saham dalam

periode setelah pengumuman diuji. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap pengumuman *repurchase* yang dianggap sebagai “*good news*” oleh pasar.

Isagawa (2000) dari Kobe University, Jepang, kemudian melanjutkan penelitian mengenai *open market stock repurchase* dan perilaku harga saham yang mengikuti tindakan tersebut. Penelitian ini berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya karena Isagawa berhasil menunjukkan bahwa pengumuman dari *open market stock repurchase* dapat dipercaya tanpa harus adanya batasan yang menyatakan bahwa pengumuman tersebut merupakan komitmen. Secara empiris, model penelitian memperkirakan bahwa harga pasar akan jatuh sebelum pengumuman *open market stock repurchase* dan meningkat sebagai reaksi dari pengumuman.

Chen, Cheng, dan Chen (2003) melakukan penelitian mengenai efek dari pengumuman *open market stock repurchase* di Taiwan. Di Taiwan itu sendiri, sistem *open market stock repurchase* baru mulai diberlakukan sejak tanggal 7 Agustus 2000. Penelitian ketiga orang tersebut meneliti efek dari pengumuman pada tahun pertama sejak sistem tersebut diberlakukan. Hasil penelitian empiris menunjukkan bahwa *cumulative average abnormal returns* pada periode pengumuman 3 hari adalah secara signifikan berhubungan negatif dengan *Tobin's q*. Di antara perusahaan-perusahaan dengan nilai *q* tinggi, *abnormal returns* secara signifikan berhubungan negatif dengan *free cash flow*. Sementara itu, *abnormal returns* berhubungan positif dengan *free cash flow* di antara perusahaan-perusahaan dengan nilai *q* rendah.

McNally (2002) melakukan penelitian mengenai *open market stock repurchase* di Kanada dan menghasilkan kesimpulan bahwa tindakan tersebut biasanya diawali oleh penurunan pada harga saham, yang disertai dengan pengumuman kecil *period return*, dan diikuti oleh *abnormal return* jangka panjang

yang besar. Pola tersebut sama dengan pola *return* yang terjadi pada *open market repurchase* AS. Penelitian tersebut juga menghasilkan kesimpulan bahwa masyarakat investor Kanada tidak terkecoh dengan alasan saham *undervalued* untuk *stock repurchase*. Oleh karena itu, peneliti menyimpulkan alasan yang paling masuk akal adalah *agency hypothesis* di mana *cash cows* menggunakan *stock repurchase* untuk mendistribusikan kelebihan uang kas dan pasar menyambut distribusi tersebut sebagai bukti bahwa kas berlebih tidak akan terbuang percuma.

Hatakedo dan Isagawa (2001) melakukan penelitian mengenai perilaku harga saham yang muncul setelah adanya pengumuman *stock repurchase* di Jepang pada periode 1995 sampai 1998. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak berbeda dengan yang terjadi di AS, harga saham di Jepang juga meningkat sebagai reaksi dari pengumuman *stock repurchase*. Hasil penelitian selanjutnya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara reaksi pasar terhadap pengumuman untuk maksud dari pelaksanaan *repurchase* dan reaksi pasar terhadap pengumuman dari perbaikan artikel yang mengizinkan *stock repurchase*. Di sisi lain, terdapat perbedaan signifikan pada *period return* pra-pengumuman yang memotivasi kedua pengumuman tersebut.

Seifert dan Stehle (2003) juga melakukan penelitian yang melihat kinerja saham di sekitar pengumuman *stock repurchase* di Jerman. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa tidak berbeda dengan AS, *return* saham di Jerman juga mengalami peningkatan sebagai reaksi atas pengumuman aksi korporasi tersebut. Akan tetapi, *abnormal return* pada hari pengumuman di Jerman lebih tinggi jika dibandingkan dengan *abnormal return* yang didapat di AS.

Ritsatos (1999) meneliti dampak pengumuman program *open market stock repurchase* perusahaan-perusahaan asuransi terhadap tingkat kekayaan dan

keterbukaan informasi. Selain itu, ia juga meneliti motivasi-motivasi apa saja yang mendasari keputusan perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* jenis *open market*. Dengan menggunakan metodologi *event study*, penelitian tersebut berhasil membuktikan efek positif yang signifikan terhadap kekayaan.

Sementara itu, Ding (2000) melakukan penelitian mengenai efek dari *common stock repurchase* terhadap kekayaan pemegang saham. Penelitian dilakukan pada tiga jenis perusahaan yang melakukan *tender offer* dengan struktur kepemilikan yang berbeda-beda, yakni *manager-controlled*, *owner-managed*, dan *externally-controlled*. Hasil penelitian terhadap ketiga jenis perusahaan tersebut adalah terdapat efek pengumuman *stock repurchase* yang signifikan. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa pemegang saham menganggap *cash tender offer* sebagai informasi baru yang positif dan tidak tergantung pada struktur kepemilikan perusahaan yang melakukan *stock repurchase*.

2.4.2 Penelitian mengenai *Event Study* dan Efisiensi Pasar

Metode *event study* timbul berdasarkan konsep *informationally efficient market*, di mana dalam pasar yang efisien, harga-harga saham telah mencerminkan informasi-informasi yang ada. Cahyono (2006) dalam tesisnya yang mengukur pengaruh tindakan merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi dengan menggunakan *event study*, menghasilkan kesimpulan bahwa tindakan merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan pengakuisisi tidak memberikan *abnormal return* pada pemegang sahamnya. Penelitiannya menggunakan sampel perusahaan publik yang sahamnya tercatat dan diperdagangkan di BEJ yang melakukan kegiatan merger dan akuisisi dalam periode tahun 2001-2005. Kesimpulan penelitian diperoleh karena menggunakan data dari bursa yang menurut peneliti, memiliki efisiensi pasar yang masih terbilang rendah.

Selanjutnya, penelitian Raksitrianawan (2003) berusaha melihat reaksi pasar terhadap pengumuman dividen pada saham-saham yang membagikan dividen tunai secara konsisten selama periode tahun 1999-2002 di BEJ. Dengan menggunakan metode *event study*, hasil penelitian yang didapat adalah secara agregat, reaksi pasar negatif terhadap saham-saham yang mengumumkan dividen. Penelitian juga menghasilkan kesimpulan bahwa reaksi pasar juga negatif terhadap kelompok saham yang nilai dividennya naik terus-menerus. Kesimpulan terakhir adalah besaran nilai CAAR untuk kelompok saham yang dividennya naik terus menerus lebih besar jika dibandingkan dengan CAAR kelompok saham yang dividennya turun terus-menerus. Kenyataan tersebut bertentangan dengan *Efficient Market Hypothesis*.

Mengacu hasil penelitian Jasmina (1998), investor pasar modal yang berinvestasi di BEJ, perilaku harga-harga saham pada kurun waktu sekarang tidak dapat diperkirakan dari data harga-harga di masa lalu, karena harga-harga saat ini sudah mencakup seluruh informasi harga-harga di masa lalu. Dengan menggunakan *Efficient Market Hypothesis*, peneliti menyimpulkan bahwa investor tidak dapat memperoleh keuntungan yang berlebihan jika menggunakan data harga masa lalu untuk memprediksi harga-harga di masa depan. Dengan kata lain, pasar modal Indonesia masih berada pada tingkat efisiensi lemah (*weak form efficiency*).

Penelitian Pontoh (2007) membuktikan bahwa pasar modal Indonesia bahkan tidak termasuk ke dalam pasar modal efisiensi bentuk lemah. Dengan kata lain, pasar modal Indonesia masih belum efisien. Penelitian dilakukan dengan menggunakan uji korelasi serial, *Runs*, dan uji unit *Root* yang terdiri dari Augmented Dickey Fuller, Phillips-Peron, dan Kwiatkowski-Phillip-Schmidt-Shin.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini pada dasarnya menggunakan metodologi *event study*. Penelitian dilakukan pada *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Di dalam metodologi *event study* tersebut terdapat tahap *time series* yang berfungsi untuk menghasilkan model *expected return*.

Metodologi *event study* merupakan salah satu alat penelitian analisis di bidang keuangan yang paling sering digunakan hingga saat ini. *Event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* (atau *excess return*) yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu *event* atau kejadian tertentu.

Abnormal return itu sendiri adalah perbedaan antara *actual return* (atau *observed return*) dan *normal return* yang didapatkan dari suatu pemodelan yang sesuai selama *event window*. *Normal return* adalah *return* yang diharapkan (*expected return*) jika tidak ada *event* yang terjadi, sedangkan *event window* adalah periode pengamatan di mana harga saham bereaksi terhadap suatu kejadian (*event*). Pemodelan atau peramalan *normal return* yang efektif dan akurat didapat dari metodologi *time series*.

Time series adalah sebuah kumpulan data pengamatan yang dibuat secara berurutan berdasarkan waktu. Seperti telah dipaparkan sebelumnya, pengukuran abnormal return dihitung dengan mencari selisih antara *actual return* dengan *normal return* (atau *expected return*). *Actual return* dihitung dari perubahan harga saham individual, sedangkan *expected return* diperoleh dari pemodelan.

Supaya penelitian berjalan lebih jelas dan sistematis, maka sebelum tahap pemodelan *expected return* dan *event study* dalam penelitian ini, akan dilakukan tahap persiapan. Dalam tahap persiapan data, akan dilakukan pendefinisian *event* dan perusahaan yang akan dijadikan objek penelitian, pengidentifikasian waktu *event*, serta penentuan periode estimasi dan periode *event*. Sesudah tahap *event study* dilakukan, maka akan dijalankan prosedur uji signifikansi, di mana pada prosedur ini, akan disusun hipotesis penelitian dan dilakukan uji statistik

3.1 Tahap Persiapan

Tahap ini merupakan tahap awal sebelum dilakukan analisis atas data-data penelitian. Melalui tahap ini, data-data yang akan dianalisis akan disortir berdasarkan batasan-batasan yang telah ditentukan sebelumnya. Adapun langkah-langkah di tahap ini adalah sebagai berikut:

3.1.1 Pendefinisian *Event*

Event yang akan dipilih dalam penelitian ini adalah *event* pengumuman RUPS Luar Biasa mengenai persetujuan atas aksi korporasi pembelian kembali saham perusahaan (*stock repurchase*). *Event* tersebut dipilih karena jenis *stock repurchase* yang dilakukan Bursa Efek Indonesia adalah jenis *open market repurchase*, di mana perusahaan tidak menyatakan dirinya sebagai pembeli. Penjual tidak mengetahui apakah saham tersebut dijual kembali pada perusahaan penerbit atau pada investor biasa. Pembelian biasanya dilakukan terus-menerus dalam jangka waktu yang dianggap cukup oleh manajemen perusahaan sesudah diputuskannya tindakan *stock repurchase* dalam RUPS Luar Biasa. Misalnya, PT Panin Insurance Tbk. berencana

untuk menetapkan jangka waktu 18 bulan terhitung sejak tanggal RUPS Luar Biasa yang menyetujui rencana aksi korporasi *stock repurchase*.

Pengumuman yang didaftarkan di BEI berupa pengumuman akan dilakukannya RUPS Luar Biasa. Dikatakan pula dalam pengumuman tersebut, bahwa jika disetujui, maka tindakan *stock repurchase* akan dilakukan dalam jangka waktu tertentu, dimulai dari tanggal RUPS Luar Biasa tersebut. Pengumuman lainnya yang didaftarkan di BEI adalah pemberitahuan mengenai telah dilakukannya tindakan *stock repurchase* pada tanggal tertentu dengan jumlah tertentu.

Oleh karena itu, *event* yang dipilih dalam penelitian ini adalah *event* RUPS Luar Biasa karena dianggap pada saat terjadinya *event* tersebut, informasi telah bocor kepada pelaku perdagangan di BEI. Kebocoran informasi tersebut diasumsikan terjadi karena pada saat dilaksanakannya RUPS Luar Biasa tersebut, hadir pihak-pihak seperti jurnalis, analis, serta pemegang saham publik. Sedangkan emiten yang dipilih adalah emiten yang mengumumkan akan melakukan RUPS Luar Biasa menyangkut aksi korporasi *stock repurchase* selama periode 2003-2007 di Bursa Efek Indonesia.

3.1.2 Penentuan Sampel dan Pengumpulan Data

Obyek penelitian atau yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* (tercatat di Bursa Efek Indonesia) yang mengumumkan akan melakukan RUPS Luar Biasa untuk membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Penelitian akan mengambil sampel selama lima tahun, yakni dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Pertimbangannya adalah ketersediaan data penelitian. Selain itu, periode waktu tersebut dipilih dengan maksud sebagai periode waktu yang terbaru.

Tidak banyak perusahaan-perusahaan *go public* yang melakukan tindakan *stock repurchase*. Selama kurun waktu lima tahun tersebut, hanya didapatkan enam belas pengumuman mengenai akan dilakukannya RUPS Luar Biasa untuk membahas aksi korporasi *stock repurchase* yang akan dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan pengumuman pelaksanaan RUPS Luar Biasa serta waktu pelaksanaan RUPS Luar Biasa dapat dilihat secara lebih jelas pada Tabel 3.1 berikut ini.

Tabel 3.1 Perusahaan Publik yang Melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Luar Biasa Selama Periode 2003-2007

Kode	Nama Emiten	Tanggal RUPS
TRIM	Trimegah Securities	20 Mei 2003
HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	27 Juni 2003
ASDM	Asuransi Dayin Mitra	02 Juni 2004
RMBA04	Bentoel International Investama	30 Juni 2004
HITS	Humpuss Intermoda Transportasi	24 Agustus 2004
BLTA04	Berlian Laju Tanker	09 Desember 2004
BBCA	Bank Central Asia	26 Mei 2005
TLKM	Telekomunikasi Indonesia	21 Desember 2005
PTRO	Petrosea	25 Januari 2006
BUMI	Bumi Resources	17 Mei 2006
BLTA06	Berlian Laju Tanker	31 Mei 2006
RMBA06	Bentoel International Investama	30 Juni 2006
KLBF	Kalbe Farma	08 Februari 2007
CENT	Centrin Online	26 Juni 2007
PNLF	Panin Life	28 Juni 2007
PNIN	Panin Insurance	28 Juni 2007

Sumber: Dokumentasi Bursa Efek Indonesia

Data-data yang dikumpulkan untuk menjadi sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Harga saham individual dari masing-masing perusahaan
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Dengan periode tahun 2003 sampai tahun 2007, sesuai dengan hari *event*, periode estimasi, dan periode *event* yang telah ditentukan sebelumnya.

3.1.3 Pengidentifikasian Waktu *Event*

Pengumuman yang terdaftar di BEI adalah pengumuman mengenai perencanaan pelaksanaan RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*, serta laporan mengenai telah dilakukannya *stock repurchase* oleh emiten pada waktu tertentu dan jumlah tertentu. Oleh karena itu, dalam penelitian ini diasumsikan bahwa tanggal *event* adalah tanggal dilaksanakannya RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai pelaksanaan *stock repurchase*.

Pemilihan tersebut didasarkan pada kenyataan bahwa tindakan *stock repurchase* akan dilakukan dalam jangka waktu tertentu, dimulai dari tanggal dilaksanakannya RUPS Luar Biasa tersebut. Selain itu, pemilihan waktu *event* juga didasarkan pada asumsi bahwa pada umumnya di saat pelaksanaan RUPS Luar Biasa, hadir sejumlah jurnalis, pemegang saham publik, dan analis. Hal tersebut mengakibatkan bocornya informasi kepada pelaku perdagangan di BEI. Contoh dari pengumuman yang dikeluarkan oleh perusahaan yang akan melakukan RUPS Luar Biasa dapat dilihat pada Lampiran 1A dan 1B.

3.1.4 Penentuan Periode Estimasi dan Periode *Event*

Periode penelitian dibagi menjadi dua, yakni periode estimasi (*estimation window*) dan periode *event* (*event window*). Periode estimasi digunakan sebagai dasar penyusunan model untuk mengukur *normal return* atau *expected return*. Tipikal panjang periode estimasi adalah antara seratus sampai dengan tiga ratus hari untuk studi harian, dan antara 24 sampai dengan 60 bulan untuk studi bulanan.

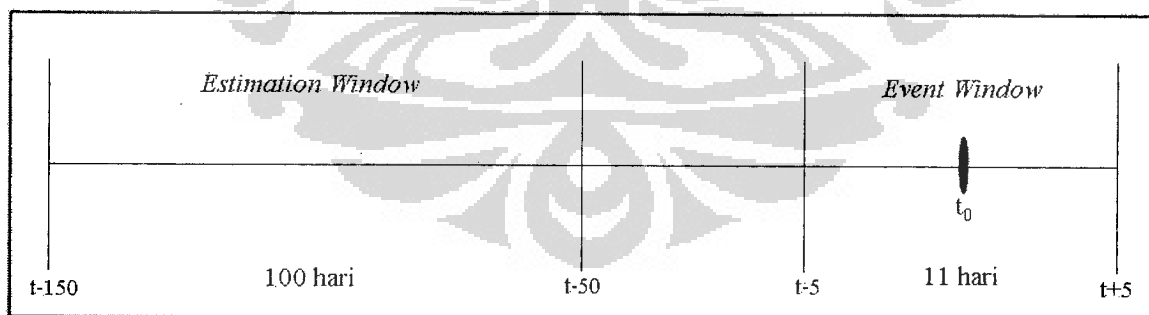
Periode estimasi yang digunakan adalah 100 hari perdagangan, yakni sejak 150 hari sebelum *event* hingga 50 hari sebelum *event*. Alasan dipilihnya periode tersebut adalah karena pengumuman mengenai akan dilaksanakannya RUPS Luar Biasa mengenai tindakan *stock repurchase* biasanya terjadi satu bulan sebelum

pelaksanaan. Hal tersebut dilakukan untuk menghindari bias atas reaksi pasar pada saat dikeluarkannya pengumuman tersebut.

Sementara itu, periode *event* terbagi menjadi dua bagian, yakni periode *pre-event* dan *post event*. Periode *event* secara keseluruhan berjumlah sebelas hari, di mana *pre-event* adalah lima hari perdagangan sebelum tanggal *event*, hari *event* adalah satu hari (t_0), dan *post event* adalah lima hari perdagangan setelah hari *event*.

Periode *event* dipilih dengan memperhatikan jangka waktu yang tidak terlalu pendek namun juga tidak terlalu panjang di sekitar hari *event* (t_0) sehingga penelitian untuk *event stock repurchase* tidak terpengaruh oleh keberadaan *event* lainnya. Periode *event* 11 hari dipilih karena peneliti ingin melihat reaksi pasar seminggu (5 hari perdagangan) sebelum dan sesudah *event*. Menurut Campbell, Lo, dan Mackinlay (1997: 151), pemilihan *event window* disesuaikan dengan tujuan penelitian, dapat berupa 1 hari *event* itu sendiri atau beberapa hari sebelum dan sesudah *event*. Secara lebih jelas mengenai periode penelitian, dapat dilihat pada Gambar 3.1.

Gambar 3.1 Skema Periode Estimasi dan Periode *Event*



3.1.5 Seleksi Sampel

Dari seluruh perusahaan yang mengeluarkan pengumuman RUPS Luar Biasa mengenai tindakan *stock repurchase*, yakni sebanyak empat belas perusahaan di mana dua perusahaan mengeluarkan pengumuman sebanyak dua kali (RMBA dan BLTA),

akan dilakukan seleksi untuk menetapkan sampel dalam penelitian ini. Kriterianya antara lain:

1. Tercukupinya periode *event* yang diperlukan dalam melihat reaksi harga saham sebelum dan setelah pengumuman, yakni $[-5,+5]$ hari dari tanggal efektif pengumuman. Keempat belas emiten dan keenam belas *event* memenuhi persyaratan ini.
2. Tercukupinya periode estimasi yang diperlukan dalam membentuk model optimal dalam penghitungan *expected return* masing-masing saham. Emiten yang tidak memenuhi kriteria kedua ini adalah HITS (Humpuss Intermoda Transportation). Hal tersebut disebabkan terlalu dekatnya jarak antara IPO (*Initial Public Offering*) dan aksi korporasi *stock repurchase* yang dilakukan oleh perusahaan tersebut sehingga tidak dapat diperoleh data historis untuk melakukan estimasi beta.

Selanjutnya, akan dilakukan tahap pengolahan data untuk sampel yang telah melewati kedua kriteria persyaratan. Dalam tahap pengolahan data, juga akan terdapat penyeleksian atas sampel, yakni berdasarkan terbentuknya model optimal yang sesuai dengan konsep *Single Index Market Model* untuk menghitung *expected return*. Hanya sampel yang signifikan membentuk model *expected return* yang akan digunakan dalam tahap analisis terhadap *abnormal return*.

3.2 Tahap Pengolahan Data

Sebelum dilakukan pemodelan *expected return*, dilakukan pengkonversian data harga saham dan harga pasar terlebih dahulu. Dari hasil data harga saham harian yang telah dikumpulkan untuk masing-masing sampel maupun harga pasar (IHSG),

keduanya dikonversikan menjadi *return* saham dan *return* pasar. *Actual return* untuk masing-masing sampel diperoleh dengan membandingkan harga penutupan satu hari dengan harga penutupan hari sebelumnya, yakni:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (3.1)$$

dengan: $R_{i,t}$ = *actual return* saham i pada periode t

P_{it} = IHSI atau *adjusted price* untuk saham i pada periode t

P_{it-1} = IHSI atau *adjusted price* untuk saham i pada periode t-1

Sedangkan imbal hasil pasar harian (*daily market return*) diperoleh dengan membandingkan indeks penutupan satu hari dengan indeks penutupan hari sebelumnya. Indeks di sini adalah IHSI. Perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHSI_t - IHSI_{t-1}}{IHSI_{t-1}} \quad (3.2)$$

dengan: $R_{m,t}$ = *market return* pada periode t

P_{it} = IHSI pada periode t

P_{it-1} = IHSI pada periode t-1

3.2.1 Tahapan Pemodelan *Expected Return*

Pada tahap ini, akan digunakan program Eviews 5.0 dan Microsoft Excel untuk mengolah data agar menghasilkan suatu model yang dapat mengukur *expected return*. Data yang digunakan dalam penelitian adalah *return* saham perusahaan sampel dan *return* dari *market* pada periode estimasi. Penelitian ini akan menggunakan metode dasar *Market Model* untuk pemodelan *expected return*.

Karena dalam pemodelan *expected return* digunakan data *time series*, maka pertama-tama akan dilakukan pengujian pada data *return* saham secara individual apakah sudah berada dalam keadaan stasioner. Hal tersebut merupakan asumsi dasar

dalam melakukan analisis *time series*. Data dapat dikatakan stasioner jika tidak mengalami perubahan rerata dan variasi yang signifikan sepanjang deret waktu yang diamati.

Pada umumnya, data dalam bidang ekonomi mempunyai kecenderungan *trend*. Data yang tidak stasioner (mempunyai *trend*) tidak bisa langsung diregresi dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Data yang tidak stasioner harus distasionerkan terlebih dahulu, salah satunya caranya dengan cara diferensiasi. Uji stasioneritas pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program Eviews 5.0. Dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Unit Root Test*, akan dibandingkan antara *ADF Test Statistics* dengan *1% Critical Value*. Jika *ADF Test Statistics* > *1% Critical Value*, maka H_0 (terdapat *unit root* dalam data) tidak ditolak, yang berarti data tidak stasioner dan perlu ditransformasi dengan diferensiasi.

Setelah didapat data yang stasioner, maka dilakukan pembentukan model *expected return* dengan metode *Market Model*. Menurut Elton *et al.* (2003: 132), observasi sederhana atas harga saham mengungkap kenyataan bahwa ketika pasar naik (sebagaimana diukur dengan indeks pasar yang tersedia), sebagian besar harga saham juga akan cenderung naik, dan begitu pula sebaliknya. Hal tersebut menunjukkan bahwa satu alasan *return* saham saling berkorelasi adalah karena adanya reaksi terhadap perubahan pasar. Pengukuran atas korelasi tersebut dapat diperoleh dengan mengaitkan *return* dari sebuah saham dengan *return* dari indeks pasar modal. Perhitungan *expected return* dengan metode *Market Model* (Weston *et al.*, 2004: 153) adalah sebagai berikut:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (3.3)$$

dengan: \hat{R}_{it} = *expected return* saham i pada periode t

$\hat{\alpha}_i$ = komponen dari *return* saham i yang independen

terhadap kinerja pasar—sebuah variabel acak

$\hat{\beta}_i$ = sebuah konstanta yang mengukur perubahan yang diharapkan terjadi pada R_{it} terhadap perubahan R_m

R_m = tingkat *return* dari indeks pasar pada periode t

Nilai $\hat{\alpha}_i$ dan $\hat{\beta}_i$ adalah koefisien prediksi hasil regresi antara *return* individual saham dengan *market return*, di mana dapat dihasilkan dengan membuat *simple linear regression* antara kedua jenis *return* tersebut dengan menggunakan *Single Index Market Model*.

Adapun persamaan *Single Index Market Model* adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_i \quad (3.4)$$

dengan: R_i = *actual return* saham i pada periode t

α_i = komponen dari *return* saham i yang independen terhadap kinerja pasar—sebuah variabel acak

β_i = sebuah konstanta yang mengukur perubahan yang diharapkan terjadi pada R_{it} terhadap perubahan R_m

R_m = tingkat *return* dari indeks pasar pada periode t

e_i = elemen acak (tidak pasti) atas α_i

Setelah dilakukan regresi untuk membuat model *expected return*, maka akan dilakukan uji terhadap error hasil regresi. Uji yang akan dilakukan adalah uji otokorelasi dan heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas dan otokorelasi menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*).

Uji pertama yang dilakukan adalah uji otokorelasi dengan menggunakan Statistik *Durbin Watson* (DW), Uji Korelogram dan *Q-Statistics*, serta Uji Serial Correlation LM. Jika error regresi tidak memiliki masalah otokorelasi, maka nilai Statistik DW akan berkisar pada nilai dua. Jika nilai DW kurang dari dua maka

cenderung terdapat otokorelasi positif. Sedangkan nilai DW statistik antara dua dan empat menunjukkan gejala otokorelasi negatif.

Selanjutnya, akan digunakan Uji Korelogram dan *Q-Statistics* untuk menentukan model ARIMA. Estimasi model ARIMA dilakukan secara berulang hingga diperoleh model ARIMA yang sesuai. Apabila model ARIMA telah dapat menghilangkan otokorelasi pada error regresi, maka tidak akan ada nilai *Q-Statistics* yang signifikan.

Untuk meyakinkan hilangnya masalah otokorelasi, dilakukan pula *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*. Hipotesis nol dari uji tersebut menyatakan bahwa tidak terdapat otokorelasi. Jika hasil pengujian tidak signifikan, berarti tidak lagi terdapat masalah otokorelasi.

Selain masalah otokorelasi, penelitian ini juga memeriksa kemungkinan terjadinya masalah heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *White Heteroscedasticity Test*. Hipotesis nol dari uji ini adalah tidak terdapat heteroskedastisitas. Penanganan masalah otokorelasi dan heteroskedastisitas merupakan upaya untuk mendapatkan beta yang konsisten atau BLUE.

3.2.2 Tahap *Event Study*

Setelah tahap *time series* usai dilakukan dan didapat model *expected return*, maka tahap selanjutnya adalah melakukan analisis *event study*. Analisis *event study* akan dilakukan dengan menggunakan program Microsoft Excel. Seperti telah dipaparkan sebelumnya, tujuan utama tahap ini adalah untuk meneliti reaksi pasar terhadap suatu kejadian dengan cara menghitung *excess return* yang mungkin terjadi antara *actual return* dengan *expected return* (*return* yang diperoleh pemegang saham tanpa adanya suatu *event*). *Excess return* tersebut seringkali disebut sebagai *abnormal return*.

Adapun langkah-langkah dalam tahap ini adalah sebagai berikut:

1. Perhitungan *Abnormal Return* (AR) setiap saham

Langkah pertama dalam tahap ini adalah akan dihitung AR setiap saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3.5)$$

dengan: AR_{it} = *abnormal return* saham i pada periode t

R_{it} = *actual return* saham i pada periode t

\hat{R}_{it} = *expected return* saham i pada periode t

2. Perhitungan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) setiap saham

Selanjutnya akan dihitung CAR setiap saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3.6)$$

dengan $CAR_i(t_1, t_2)$ adalah *cumulative abnormal return* saham i pada periode t

dan AR_{it} adalah *abnormal return* saham i pada periode t.

3. Perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) untuk setiap waktu pengamatan selama *event window*

Kemudian, dihitung rata-rata dari *abnormal return* dari setiap waktu pengamatan selama *event window* yang ditentukan dalam penelitian.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3.7)$$

dengan AAR_t adalah *average abnormal return* pada periode t, AR_{it} adalah *abnormal return* saham i pada periode t, dan n adalah jumlah sampel perusahaan.

4. Perhitungan *Average Cumulative Abnormal Return* (ACAR)

Sebelum hasil empiris diplot ke dalam bentuk grafik, tahap terakhir dalam *event study* adalah menghitung ACAR untuk semua sampel saham selama periode *event window*.

$$ACAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^N CAR_{it} \quad (3.8)$$

dengan $ACAR_t$ adalah *average cumulative abnormal return* pada periode t , CAR_{it} adalah *cumulative abnormal return* saham i pada periode t , dan n adalah jumlah perusahaan dalam sampel.

5. Plot Hasil Empiris dalam Bentuk Grafik

Tahap terakhir dalam uji empiris *event study* adalah memplot hasil AAR dan ACAR ke dalam bentuk grafik.

3.3 Prosedur Uji Signifikansi

Dalam prosedur uji signifikansi, disusun hipotesis penelitian dan dilakukan uji statistik.

3.3.1 Hipotesis Penelitian

Keempat hipotesis penelitian disusun berdasarkan contoh perhitungan *abnormal return* menurut Campbell, Lo, dan Mackinlay (1997: 164). Dalam contoh perhitungan tersebut, *abnormal return* dalam sebuah *event study* dilihat dari rerata *abnormal return* dan rerata *cumulative abnormal return*. Sesuai dengan tujuan penelitian, maka disusun hipotesis sebagai berikut:

1. *Event* RUPS Luar Biasa menghasilkan nilai *abnormal return* positif bagi pemegang saham perusahaan.

$$H_0: AAR_t \leq 0$$

$$H_1: AAR_t > 0$$

Dimana AAR_t adalah *average abnormal return* pada periode t

2. *Event* RUPS Luar Biasa menghasilkan nilai ACAR positif bagi pemegang saham perusahaan.

$$H_0: ACAR(t_1, t_2) \leq 0$$

$$H_1: ACAR(t_1, t_2) > 0$$

Dimana $ACAR(t_1, t_2)$ adalah *Average Cumulative Abnormal Return* dari n saham.

3. AAR setelah *event* RUPS Luar Biasa mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan AAR sebelum *event*.

$$H_0: AAR_{[w_1, -1]} \geq AAR_{[1, w_2]}$$

$$H_1: AAR_{[w_1, -1]} < AAR_{[1, w_2]}$$

Dimana $AAR_{[w_1, -1]}$ adalah *average abnormal return* pada periode $[w_1, -1]$. Sedangkan $AAR_{[1, w_2]}$ adalah *average abnormal return* pada periode $[1, w_2]$.

4. ACAR setelah *event* RUPS Luar Biasa mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan ACAR sebelum *event*.

$$H_0: ACAR_{[w_1, -1]} \geq ACAR_{[1, w_2]}$$

$$H_1: ACAR_{[w_1, -1]} < ACAR_{[1, w_2]}$$

Dimana $ACAR_{[w_1, -1]}$ adalah *average cumulative abnormal return* pada periode $[w_1, -1]$. Sedangkan $ACAR_{[1, w_2]}$ adalah *average cumulative abnormal return* pada periode $[1, w_2]$.

3.3.2 Uji Statistik

Untuk menguji hipotesis penelitian, akan digunakan uji statistik t (*t-test*) karena sampel yang akan diamati kurang dari 30 sampel. Pengujian tersebut menggunakan program SPSS 11.5. Pada hipotesis (1) dan (2) akan digunakan uji t untuk satu sampel (*one sample t-test*) dengan pengujian satu arah (*one-tailed test*). Dalam hal tersebut, akan dibandingkan apakah rata-rata satu kelompok sampel lebih besar dari suatu nilai, yakni apakah lebih besar dari nilai nol atau bernilai positif. Statistik hitung yang digunakan adalah:

$$t = \frac{AAR_{nt}}{SDR_t / \sqrt{n}} \quad (3.9)$$

dengan: AAR_{nt} = *average abnormal return* kelompok saham n pada periode t
 SDR_t = standard deviasi *abnormal return* kelompok saham periode t
n = ukuran sampel

Persamaan di atas berlaku untuk hipotesis (1) dan (2), yakni terhadap AAR dan ACAR. Jika statistik uji t tersebut lebih besar dari nilai t_{α} , yakni nilai t berdasarkan tingkat signifikansi α yang digunakan, maka hipotesis *null* ditolak. Dalam artian, terdapat *abnormal return* positif yang signifikan pada periode tersebut.

Untuk menguji hipotesis (3) dan (4), yakni membandingkan dua rata-rata secara agregat, maka digunakan uji t untuk dua sampel (*two sample t-test*) karena akan diuji perbedaan rata-rata antara dua kelompok sampel, yakni pada saat sebelum pengumuman dan pada saat setelah pengumuman. Hipotesis alternatif yang digunakan adalah apakah AAR dan ACAR kelompok saham pada saat setelah pengumuman mengalami peningkatan dibandingkan nilainya sebelum pengumuman. Dengan kata lain, AAR dan ACAR pada periode sebelum pengumuman lebih kecil dari AAR dan ACAR pada periode setelah pengumuman. Oleh karena itu, akan digunakan *two*

sample t-test untuk uji satu arah (*one-tailed test*). Statistik hitung yang digunakan dalam *two sample-test* adalah:

$$t = \frac{AAR_{before} - AAR_{after}}{\sqrt{S_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \quad (3.10)$$

dengan

$$AAR_{before} = \sum_{t=-w_1}^{t=-1} \frac{AR_{nt}}{w_1} \quad (3.11)$$

$$AAR_{after} = \sum_{t=1}^{t=w_2} \frac{AR_{nt}}{w_2} \quad (3.12)$$

S_p = standar deviasi dari total kedua sampel tersebut, yakni

$$S_p^2 = \frac{\sum_{t=-w_1}^{t=-1} (AR_t - AAR_{before})^2 + \sum_{t=1}^{t=w_2} (AR_t - AAR_{after})^2}{n_1 + n_2 - 2} \quad (3.13)$$

dengan n_1 = jumlah sampel pada kelompok pertama (sebelum *event*)

n_2 = jumlah sampel pada kelompok kedua (setelah *event*)

Persamaan di atas digunakan untuk hipotesis (3). Hipotesis terhadap ACAR akan diuji dengan cara yang sama. Kesimpulan diperoleh dengan membandingkan statistik uji t dengan nilai kritikal t sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Dalam hal ini, jika nilai statistik uji t yang diperoleh kurang dari nilai $-t_\alpha$ (α merupakan level signifikansi yang digunakan), maka hipotesis *null* ditolak. Dalam artian, AAR dan ACAR pada periode sebelum pengumuman lebih kecil dari AAR dan ACAR pada periode setelah pengumuman. Dengan kata lain, AAR dan ACAR mengalami peningkatan setelah adanya *event* RUPS Luar Biasa.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis dan pembahasan untuk hasil penelitian ini akan dilakukan dalam beberapa bagian:

1. Analisis atas pemodelan *expected return* di mana di dalamnya akan dibahas mengenai uji stasioner terhadap data, estimasi beta historis dengan menggunakan prosedur regresi dengan *Single Index Market Model*, serta hasil dari uji heteroskedastisitas dan otokorelasi.
2. Analisis atas hasil penelitian empiris *event study* yang akan dilakukan secara agregat atau mencakup keseluruhan sampel. Analisis akan disajikan dalam bentuk tabel dan grafik yang akan dibahas secara lebih mendetil. Sebagian dari hasil penelitian juga akan dicantumkan dalam lampiran.
3. Pembuktian hipotesis penelitian serta analisis uji signifikansi statistik. Seperti telah dipaparkan pada bab metodologi penelitian, uji statistik untuk pembuktian hipotesis akan menggunakan uji *t one-sample* dan uji *t paired-sample* dalam rangka mengetahui apakah sebenarnya ada *abnormal return* yang dihasilkan dari *event* Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Selain itu, uji statistik juga dilakukan untuk pembuktian apakah ada perbedaan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah *event* penelitian.

4.1 Analisis terhadap Pemodelan *Expected Return*

Pemodelan *expected return* pada penelitian ini menggunakan *Single Index Market Model*. Dalam pemodelan, digunakan *daily return* dari masing-masing saham

(keseluruhan sampel adalah enam belas saham individual) dan *daily market return* yang diperoleh dari *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama 100 hari *estimation window*. Data harga saham harian yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh dari situs Yahoo Finance², dan data IHSG diperoleh dari situs Reuters³.

Karena dalam pemodelan untuk *expected return* digunakan prosedur *time series*, maka sebelum dilakukan pemodelan data, *return* tiap-tiap saham harus diuji terlebih dahulu stasioneritasnya. Pengujian stasioneritas data dalam penelitian ini sebenarnya dapat diabaikan, karena data yang digunakan dalam pemodelan adalah *return* saham. Penelitian *event study* yang pernah dilakukan sebelumnya menunjukkan bahwa data-data harga saham yang telah diubah ke dalam bentuk *return* (atau imbal hasil saham) berarti sudah dalam kondisi stasioner, yakni dengan melakukan diferensiasi ordo 1 (Dewobroto, 2003: 62).

Akan tetapi, untuk lebih meyakinkan, maka uji stasioner pada penelitian ini dilakukan pada data *return* saham yang menjadi sampel. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Unit Root Test*, di mana akan dibandingkan antara *ADF Test Statistics* dengan *1% Critical Value*. Jika *ADF Test Statistics* > *1% Critical Value*, maka H_0 (terdapat *unit root* dalam data) tidak ditolak, yang berarti data tidak stasioner dan perlu ditransformasi dengan diferensiasi.

Pengolahan data ini dilakukan dengan menggunakan program Eviews 5.0. Dari pengujian, didapat hasil bahwa semua *return* saham yang akan dianalisis sudah berada dalam kondisi stasioner. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.1.

² www.yahoofinance.com.

³ www.reuters.com.

Tabel 4.1 Ringkasan Hasil ADF Unit Root Test

Kode Emiten	Saham			
	ADF Stat	1% Level	Prob	Ket.
TRIM	-10.76540	-3.51229	0.0001	Stat.
HMSP	-8.77230	-3.51554	0.0000	Stat.
ASDM	-11.80755	-3.51905	0.0001	Stat.
RMBA04	-9.97034	-3.51554	0.0000	Stat.
BLTA04	-7.00654	-3.50739	0.0000	Stat.
BBCA	-7.38400	-3.51126	0.0000	Stat.
TLKM	-7.96636	-3.50145	0.0000	Stat.
PTRO	-9.98497	-3.50560	0.0000	Stat.
BUMI	-7.79097	-3.50928	0.0000	Stat.
BLTA06	-13.54054	-3.46763	0.0000	Stat.
RMBA06	-4.18418	-3.51229	0.0013	Stat.
KLBF	-9.79002	-3.49773	0.0000	Stat.
CENT	-14.85575	-3.49773	0.0001	Stat.
PNLF	-11.60680	-3.49773	0.0001	Stat.
PNIN	-12.05424	-3.49773	0.0001	Stat.

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

Seperti yang terlihat pada Tabel 4.1, semua data *return* saham sudah dalam kondisi stasioner. Data *return* saham yang digunakan adalah data pada periode [-150, -50] di mana tanggal *event* yang dimaksud adalah tanggal RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Hal tersebut menunjukkan bahwa data *return* saham dapat digunakan dalam pembentukan model regresi pada langkah selanjutnya.

Setelah didapat data yang stasioner, maka dilakukan proses untuk membentuk model optimal yang kemudian akan digunakan untuk *forecasting* terhadap *expected return*. *Return* saham individual dianggap sebagai variabel dependen dan *market return* (IHSG) sebagai variabel independen. Saham-saham yang sesuai dengan konsep pemodelan *Single Index Market Model* dapat diartikan bahwa *return* saham-saham tersebut dipengaruhi secara signifikan oleh *market return* (IHSG).

Hal tersebut menunjukkan bahwa harga saham telah mencerminkan informasi publik, yakni *return* dari IHSG. Adapun hasil estimasi nilai beta yang dihasilkan dari

regresi terhadap setiap saham individual yang termasuk dalam sampel dapat dilihat pada Tabel 4.2. Nilai beta historis ketiga belas saham dalam sampel bervariasi mulai dari nilai terkecil 0.45338 (PTRO) hingga 1.95545 (TRIM).

Tabel 4.2 Nilai Beta Historis Setiap Saham Individual dalam Sampel

Kode	Nama Emiten	Beta Historis
TRIM	Trimegah Securities	1.95545
HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	1.37307
ASDM	Asuransi Dayin Mitra	0.89702
RMBA04	Bentoel International Investama	1.30246
BLTA04	Berlian Laju Tanker	1.20858
BBCA	Bank Central Asia	1.00147
TLKM	Telekomunikasi Indonesia	1.34204
PTRO	Petrosea	0.45338
BUMI	Bumi Resources	0.56306
BLTA06	Berlian Laju Tanker	0.88445
KLBF	Kalbe Farma	0.62920
PNLF	Panin Life	1.29252
PNIN	Panin Insurance	1.00914

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

Pada tahap pemodelan ini, ada dua saham yang harus dikeluarkan dari sampel karena tidak memiliki regresor yang signifikan dalam membentuk model untuk *expected return*. Selain diuji dengan menggunakan Eviews, data kedua saham tersebut juga diuji dengan menggunakan program Microsoft Excel namun hasil estimasi beta keduanya masih tidak signifikan. Adapun saham yang dikeluarkan dari sampel adalah saham CENT (Centrin Online) dan RMBA06 (Bentoel International Investama).

Setelah dilakukan regresi untuk membuat model *expected return*, maka akan dilakukan uji terhadap error hasil regresi. Uji yang akan dilakukan adalah uji otokorelasi dan heteroskedastisitas. Uji otokorelasi dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan Statistik *Durbin Watson* (DW), Uji Korelogram dan *Q-Statistics*, serta Uji *Serial-Correlation* LM. Hasil dari uji otokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Nilai Durbin-Watson, Model ARIMA, dan Hasil Uji Serial-Correlation LM

Kode	Nama Emiten	Nilai Durbin-Watson	Model ARIMA	Serial-Correlation LM
TRIM	Trimegah Securities	2.06260	AR(1)	tidak signifikan
HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	1.82739	AR(5), MA(1)	tidak signifikan
ASDM	Asuransi Dayin Mitra	1.93624	AR(1)	tidak signifikan
RMBA04	Bentoel International Investama	2.04053	AR(1)	tidak signifikan
BLTA04	Berlian Laju Tanker	2.04806	AR(1)	tidak signifikan
BBCA	Bank Central Asia	1.87725	AR(2)	tidak signifikan
TLKM	Telekomunikasi Indonesia	2.05625		tidak signifikan
PTRO	Petrosea	2.28062	AR(5)	tidak signifikan
BUMI	Bumi Resources	1.77362		tidak signifikan
BLTA06	Berlian Laju Tanker	1.99557		tidak signifikan
KLBF	Kalbe Farma	1.96107		tidak signifikan
PNLF	Panin Life	2.16242		tidak signifikan
PNIN	Panin Insurance	2.30525		tidak signifikan

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

Jika dilihat dari Tabel 4.3, nilai DW dari tiap saham berkisar di angka 2. Dalam artian, error regresi tidak memiliki masalah otokorelasi. Setelah dilihat nilai DW, maka dilakukan Uji Korelogram dan *Q-Statistics* untuk menentukan model ARIMA. Estimasi model ARIMA dilakukan secara berulang hingga diperoleh model ARIMA yang sesuai. Beberapa emiten harus melalui pemodelan ARIMA berulang untuk mencapai model yang optimal. Kemudian jika dilihat dari Uji *Serial-Correlation LM*, hasil pengujian terhadap semua saham dalam sampel tidak signifikan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa semua saham dalam sampel tidak mengalami masalah otokorelasi.

Selain masalah otokorelasi, penelitian ini juga memeriksa kemungkinan terjadinya masalah heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan *White Heteroscedasticity Test* dengan level alpha lima persen. Hipotesis nol dari uji ini adalah tidak terdapat heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas yang dilakukan memberikan hasil bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada setiap saham dalam sampel kecuali saham TRIM. Khusus untuk saham tersebut, estimasi nilai beta historis menggunakan koreksi *White*

heteroscedasticity consistent coefficient covariance. Hasil dari uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Hasil Pengujian *White Heteroscedasticity*

Kode	Nama Emiten	Probabilitas	Keterangan
TRIM	Trimegah Securities	0.00001	heteroskedastis
HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna	0.93735	homoskedastis
ASDM	Asuransi Dayin Mitra	0.45625	homoskedastis
RMBA04	Bentoel International Investama	0.36997	homoskedastis
BLTA04	Berlian Laju Tanker	0.43229	homoskedastis
BBCA	Bank Central Asia	0.18114	homoskedastis
TLKM	Telekomunikasi Indonesia	0.06330	homoskedastis
PTRO	Petrosea	0.66952	homoskedastis
BUMI	Bumi Resources	0.37749	homoskedastis
BLTA06	Berlian Laju Tanker	0.17268	homoskedastis
KLBF	Kalbe Farma	0.28622	homoskedastis
PNLF	Panin Life	0.31787	homoskedastis
PNIN	Panin Insurance	0.87469	homoskedastis

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

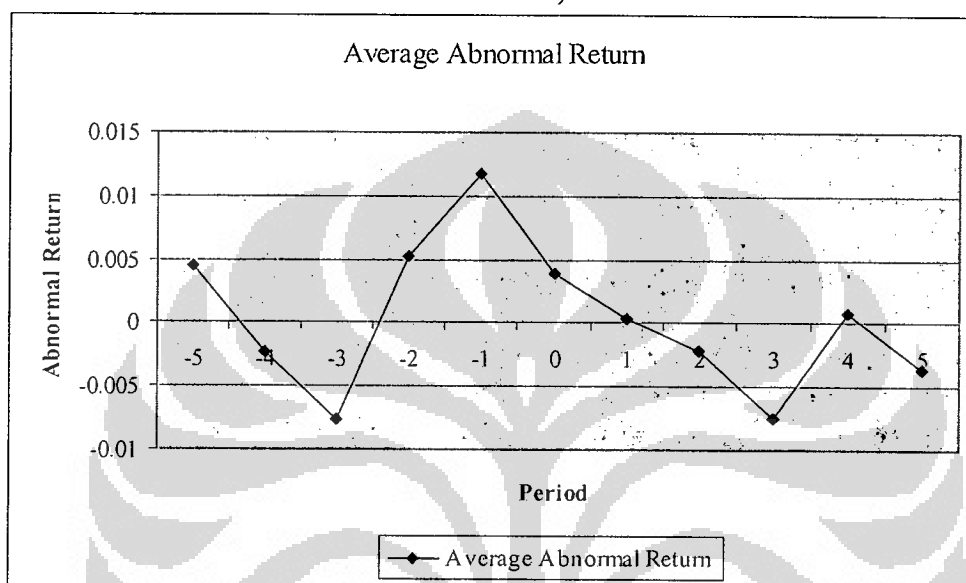
4.2 Analisis terhadap Uji Empiris *Event Study*

Event Study dilakukan secara agregat terhadap tiga belas saham yang menjadi sampel penelitian. Analisis agregat dilakukan dengan melihat hasil perhitungan empiris *event study* yang diperoleh dengan cara merata-ratakan *abnormal return* menjadi *Average Abnormal Return (AAR)* dari setiap titik pengamatan dalam *event window*. Langkah selanjutnya adalah mengkumulatifkan AAR tersebut sehingga didapatkan *Average Cumulative Abnormal Return (ACAR)*. Seperti telah dipaparkan pada metodologi penelitian, *event window* dalam penelitian ini adalah lima hari sebelum *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase* (t_0) dan lima hari sesudahnya.

Hasil penghitungan AAR dan ACAR secara lebih lengkap dapat dilihat pada Lampiran 2. Adapun untuk mempermudah penyajian, AAR serta ACAR yang didapat dari hasil *event study* akan diperlihatkan dalam bentuk grafik-grafik pada Gambar 4.1

dan 4.2. Setelah itu, grafik *trend* AAR dan ACAR secara agregat akan dibahas satu per satu.

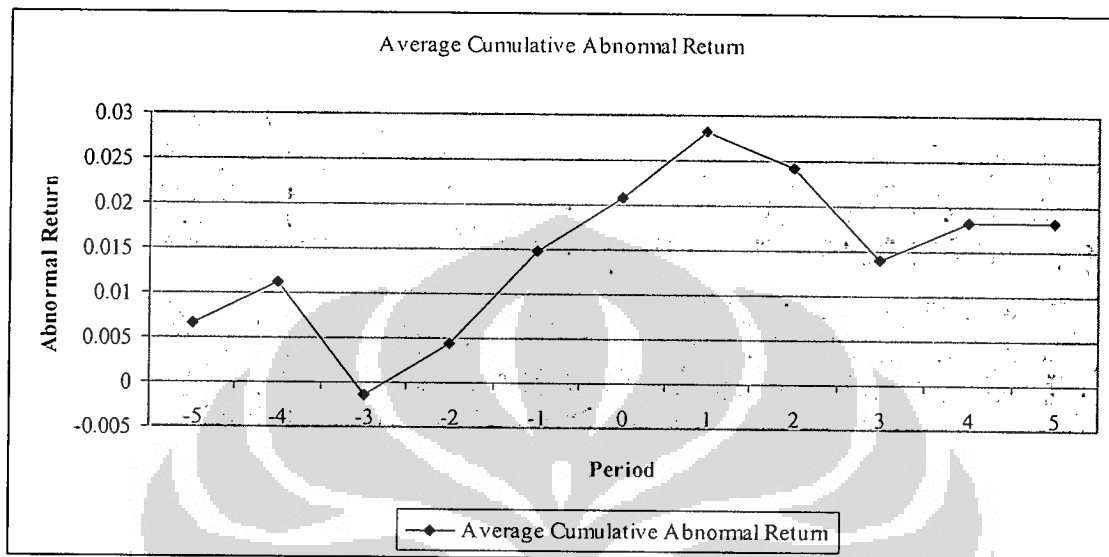
Gambar 4.1 Grafik *Trend* AAR secara Agregat (Semua Sampel Penelitian dari Tahun 2003 -2007)



Dari grafik pergerakan AAR pada Gambar 4.1, dapat dilihat bahwa selama *event window*, nilai *abnormal return* tidak jauh dari angka nol. Secara kasat mata, dapat dikatakan bahwa selama periode ini, investor tidak memperoleh *abnormal return* dengan adanya *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. AAR selama *event window* bergerak cukup fluktuatif di mana nilai tertinggi (di atas 0.01 atau 1%) dicapai satu hari sebelum terjadinya *event*. Sebelumnya, AAR sempat mengalami penurunan, bahkan mencapai nilai negatif pada t_{-4} dan t_{-3} .

Sesudah tercapai *peak* pada t_{-1} , AAR berangsur-angsur kembali mengalami penurunan sampai hari ketiga sesudah t_0 (t_{+3}) dan kembali mencapai nilai negatif (pada t_{+2} dan t_{+3}). Pada t_{+4} , AAR meningkat kembali sedikit di atas nilai 0 walaupun peningkatan yang terjadi tidak sebesar pada t_{-1} . Pada t_{+5} , AAR kembali turun ke nilai negatif.

Gambar 4.2 Grafik *Trend* ACAR secara Agregat (Semua Sampel Penelitian dari Tahun 2003 -2007)



Sementara itu, jika dilihat dari grafik ACAR secara agregat di atas, ACAR dari ketiga belas sampel saham perusahaan yang melakukan RUPS Luar Biasa untuk membahas pelaksanaan aksi korporasi *stock repurchase* mengalami nilai tertinggi satu hari sesudah *event* (t_{+1}). Pada hari ketiga sebelum *event* (t_{-3}), nilai ACAR sempat menyentuh nilai negatif. Setelah hari tersebut, nilai ACAR mengalami peningkatan secara bertahap hingga mencapai nilai tertinggi sehari sesudah *event*. Sehari sebelum *event* (t_{-1}), ACAR menyentuh nilai 1.5% dan terus meningkat hingga menyentuh nilai di atas 2.5% pada t_{+1} .

Akan tetapi, setelah mencapai nilai di atas 2.5% sehari sesudah *event*, nilai ACAR kembali menurun. Walaupun demikian, penurunan yang terjadi tidak sampai menyentuh nilai negatif. Pada hari ketiga sesudah *event* (t_{+3}), nilai ACAR sempat berada sedikit di bawah batas 1.5%, namun pada hari keempat dan kelima sesudah *event* (t_{+4} dan t_{+5}) nilai ACAR tetap stabil di kisaran 1.8%.

4.3 Pengujian Hipotesis dan Analisis Uji Statistik

Untuk lebih meyakinkan apakah terjadi *abnormal return* pada periode sekitar *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*, maka akan dilakukan pengujian terhadap hipotesis-hipotesis yang telah dilakukan sebelumnya. Pengujian akan dilakukan dengan uji signifikansi secara statistik. Uji signifikansi secara statistik akan dilakukan dengan bantuan program SPSS 11.5.

4.3.1 Pengujian Hipotesis 1

Seperti telah disebutkan pada metodologi penelitian, hipotesis penelitian yang pertama adalah *event* RUPS Luar Biasa menghasilkan nilai AAR positif bagi pemegang saham perusahaan. Sehubungan dengan hipotesis tersebut, dilakukan pengujian signifikansi dengan menggunakan uji statistik *one-sample t test*. Uji statistik tersebut dipilih karena sampel penelitian berjumlah di bawah 30.

Uji statistik *one-sample t test* berusaha untuk melihat apakah terdapat AAR positif per hari selama periode *event*. Jika hasil uji signifikan, maka hipotesis alternatif penelitian tidak ditolak. Dalam artian, *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase* memiliki dampak positif yang signifikan, jika dilihat dari reaksi pasar. Hasil uji statistik untuk hipotesis (1) dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Dari tabel tersebut, tampak bahwa secara agregat selama periode penelitian, dihasilkan rata-rata *abnormal return* yang relatif kecil. Nilai AAR yang dihasilkan berkisar tidak lebih dari -0.8% sampai dengan 1.2%. Dari kesebelas hari dalam *event window*, tidak ditemui satu pun nilai AAR yang signifikan berdasarkan uji t. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase* tidak memberikan AAR yang signifikan kepada pemegang saham perusahaan. Hasil uji statistik terhadap nilai AAR yang tidak

signifikan tersebut diduga karena nilai rata-rata *abnormal return* setiap harinya dalam *event window* masih terlalu kecil sehingga tidak memberikan efek yang signifikan.

Tabel 4.5 Uji Signifikansi AAR

Date	Abnormal Return			
	Average	t-stat	Prob. Value	Sig.
t-5	0.00446	0.9644	0.1769	
t-4	-0.00232	-0.3570	0.3637	
t-3	-0.00767	-1.0761	0.1515	
t-2	0.00520	0.6546	0.2625	
t-1	0.01172	1.2052	0.1257	
t0	0.00394	0.4551	0.3286	
t+1	0.00035	0.0403	0.4843	
t+2	-0.00215	-0.4665	0.3246	
t+3	-0.00750	-1.1957	0.1275	
t+4	0.00074	0.1691	0.4343	
t+5	-0.00363	-0.8631	0.2025	

Keterangan: * signifikan untuk $\alpha = 10\%$
 ** signifikan untuk $\alpha = 5\%$
 *** signifikan untuk $\alpha = 1\%$

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

4.3.2 Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis penelitian yang kedua adalah *event* RUPS Luar Biasa menghasilkan nilai ACAR positif bagi pemegang saham perusahaan. Berdasarkan hasil uji signifikansi ACAR pada Tabel 4.6, ditemukan enam hari yang memberikan ACAR positif, yakni pada t-5, t-1, t0, t+1, t+2, dan t+4. Pada hari kelima sebelum *event* dan hari keempat sesudah *event*, ACAR bernilai signifikan untuk $\alpha = 10\%$. Sementara itu, sehari sebelum *event*, hari *event*, dan sehari serta dua hari sesudah *event*, ACAR bernilai signifikan untuk $\alpha = 5\%$.

Nilai ACAR yang secara signifikan bernilai positif di sekitar hari *event* tersebut menunjukkan kenyataan bahwa pasar bereaksi positif terhadap dilakukannya *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Dapat dilihat pada Tabel 4.6, nilai ACAR sehari sebelum *event* sampai sehari sesudah *event* mengalami peningkatan dari 1.5% menjadi 2.8%. Dua hari setelah *event* (t+2)

nilai ACAR masih signifikan namun mulai mengalami penurunan, yakni dari 2.8% menjadi 2.4%. Tiga hari setelah *event* nilai ACAR tidak signifikan dan kembali turun ke nilai di bawah 1.5%.

Tabel 4.6 Uji Signifikansi ACAR

Date	Cumulative Abnormal Return			
	Average	t-stat	Prob. Value	Sig.
t-5	0.00663	1.5056	0.0790	*
t-4	0.01120	1.3246	0.1050	
t-3	-0.00144	-0.1790	0.4305	
t-2	0.00437	0.5009	0.3127	
t-1	0.01473	2.2035	0.0239	**
t0	0.02087	2.1728	0.0253	**
t+1	0.02825	2.5847	0.0119	**
t+2	0.02424	1.9470	0.0377	**
t+3	0.01402	1.2899	0.1107	
t+4	0.01820	1.5043	0.0792	*
t+5	0.01814	1.2927	0.1102	

Keterangan: * signifikan untuk $\alpha = 10\%$
 ** signifikan untuk $\alpha = 5\%$
 *** signifikan untuk $\alpha = 1\%$

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

Diduga para pelaku pasar mulai bereaksi sehari sebelum *event* RUPS Luar Biasa sehingga dihasilkan *cumulative abnormal return* positif. Akan tetapi, beberapa hari setelah *event*, *return* yang dihasilkan untuk pemegang saham kembali ke nilai normal. Pada hari keempat sesudah *event* (t_{+4}), kembali terjadi *cumulative abnormal return* yang signifikan pada $\alpha = 10\%$.

Secara umum, adanya *abnormal return* yang ditunjukkan dengan signifikannya nilai ACAR di sekitar hari *event* sejalan dengan penelitian McNally (2002) mengenai *stock repurchase* di Kanada, Hatakeda dan Isagawa (2001) di Jepang, serta Seifert dan Stehle (2003) di Jerman walaupun pola yang ditunjukkan *trend* ACAR di sekitar *event window* pada penelitian ini tidak serupa dengan penelitian-penelitian tersebut. Apakah hari-hari sesudah *event* memberikan *abnormal*

return lebih besar pada pemegang saham jika dibandingkan dengan hari-hari sebelum *event*, akan dibuktikan pada pengujian hipotesis (3) dan (4).

4.3.3 Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah AAR setelah *event* RUPS Luar Biasa mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan AAR sebelum *event*. Pernyataan tersebut yang dijadikan hipotesis alternatif (H_1). Hipotesis ini merupakan pengujian lebih lanjut untuk mengetahui apakah rata-rata *abnormal return* yang diterima investor mengalami peningkatan setelah adanya *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai *stock repurchase*. Untuk membandingkan dua rata-rata secara agregat, maka digunakan uji t untuk dua sampel (*two sample t-test*). Hasil dari uji t untuk hipotesis ini dapat dilihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7 Uji Signifikansi AAR dan ACAR Sebelum dan Setelah *Event*

	t-stat	prob.value	sig.
AARbefore – AARafter	1.136614	0.2599	
ACARbefore - ACARafter	-2.3399085	0.0224	**

Keterangan: * signifikan untuk $\alpha = 10\%$
 ** signifikan untuk $\alpha = 5\%$
 *** signifikan untuk $\alpha = 1\%$

Sumber: Hasil pengolahan data oleh Penulis

Dari hasil pengolahan data pada Tabel 4.7, ditemukan hasil bahwa pengujian AAR tidak menolak hipotesis nol (H_0). Secara statistik, tidak terdapat peningkatan rata-rata *abnormal return* antara periode sebelum dan setelah *event*. Hal tersebut mendukung hasil yang dibuktikan dalam hipotesis (1) bahwa *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase* tidak memberikan AAR yang signifikan kepada pemegang saham perusahaan. Sesuai dengan hipotesis (1), nilai AAR yang tidak signifikan diduga karena nilai rata-rata *abnormal return* setiap

harinya dalam *event window* masih terlalu kecil sehingga tidak memberikan efek yang signifikan kepada *shareholders*.

4.3.4 Pengujian Hipotesis 4

Berdasarkan pengujian yang dilakukan pada hipotesis (2), pasar bereaksi positif terhadap dilakukannya *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai ACAR yang signifikan di sekitar hari *event*. Kemudian, untuk melihat apakah hari-hari sesudah *event* memberikan *abnormal return* lebih besar pada pemegang saham jika dibandingkan dengan hari-hari sebelum *event*, maka akan dilakukan pengujian pada hipotesis (4), yakni ACAR setelah *event* RUPS Luar Biasa mengalami peningkatan jika dibandingkan dengan ACAR sebelum *event*.

Dari Tabel 4.7, ditemukan hasil bahwa pengujian ini menolak hipotesis nol (H_0). Maka dapat disimpulkan bahwa secara statistik, terdapat peningkatan rata-rata *cumulative abnormal return* antara periode sebelum dan setelah *event* RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi korporasi *stock repurchase*. Hal tersebut mendukung hipotesis (2) yakni terdapat nilai rata-rata *cumulative abnormal return* yang signifikan di sekitar hari *event*. Hasil uji hipotesis ini juga sejalan dengan hasil penelitian McNally (2002) mengenai *stock repurchase* di Kanada, Hatakeda dan Isagawa (2001) di Jepang, serta Seifert dan Stehle (2003) di Jerman, yakni *return* saham meningkat sebagai reaksi dari pengumuman *stock repurchase*.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menguji reaksi pasar menjelang Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Luar Biasa yang memutuskan rencana aksi pembelian kembali saham perusahaan (*stock repurchase*). *Event* yang dipilih dalam penelitian ini adalah *event* RUPS Luar Biasa, karena pada umumnya aksi *stock repurchase* dimulai sejak diputuskan. Peneliti menduga pasar akan bereaksi positif atas rencana aksi korporasi tersebut. Secara operasional, penelitian ini menguji empat hipotesa penelitian berkaitan dengan keputusan aksi *stock repurchase*. Kesimpulan-kesimpulan yang didapat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Jika dilihat dari pola yang ditunjukkan oleh AAR, dapat dilihat bahwa selama *event window*, nilai *abnormal return* tidak jauh dari angka nol. AAR selama *event window* bergerak cukup fluktuatif di mana nilai tertinggi (di atas 0.01 atau 1%) dicapai satu hari sebelum terjadinya *event*. Sementara itu, pola yang ditunjukkan oleh ACAR secara garis besar menunjukkan peningkatan secara bertahap dari beberapa hari sebelum *event*, hingga akhirnya kembali menurun dua hari sesudah *event*. Akan tetapi, penurunan nilai ACAR yang terjadi tidak serendah yang dialami pada hari-hari sebelum *event*.
- Hipotesis pertama penelitian ini menduga terjadinya *abnormal return* positif seputar RUPS Luar Biasa. Hasil pengujian tidak mendukung hipotesis pertama. Pasar tidak memberi *abnormal return* positif selama periode pengamatan. Hasil uji statistik terhadap nilai AAR yang tidak

signifikan diduga karena nilai rata-rata *abnormal return* setiap harinya dalam *event window* masih terlalu kecil sehingga tidak memberikan efek yang signifikan.

- Hipotesis kedua penelitian ini menduga adanya *cumulative abnormal return* positif di seputar RUPS Luar Biasa. Hasil pengujian mendukung hipotesis pada periode pengamatan tertentu, dimana pasar memberikan ACAR positif pada t-5, t-1, t0, t+1, t+2, dan t+4. Walaupun nilai AAR dibuktikan tidak signifikan dalam hipotesis (1), nilai ACAR yang signifikan secara statistik menunjukkan bahwa secara kumulatif, terdapat *abnormal return* positif yang dapat dinikmati oleh para pemegang saham.
- Berkaitan dengan hipotesis pertama, hipotesis ketiga penelitian ini menduga perbedaan rerata *abnormal return* sebelum dan sesudah *event*. Hasil pengujian tidak mendukung hipotesis ketiga. Artinya tidak ada perbedaan rerata *abnormal return* sebelum dan sesudah *event*.
- Hipotesis keempat penelitian ini menduga adanya perbedaan rerata *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah *event*. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis keempat, di mana rerata *cumulative abnormal return* setelah RUPS Luar Biasa lebih tinggi dibanding sebelum *event* tersebut.
- Walaupun *abnormal return* yang diperoleh tidak di sepanjang *event window*, namun dengan adanya beberapa hari yang menghasilkan *cumulative abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa *event* RUPS Luar Biasa yang membahas aksi korporasi *stock repurchase* memberikan keuntungan bagi pemegang saham perusahaan. Secara umum berdasarkan nilai rerata *cumulative abnormal return*, dapat disimpulkan bahwa

penelitian ini mendukung dugaan bahwa pasar bereaksi positif atas rencana aksi korporasi *stock repurchase*.

- Penelitian ini menggunakan metode *event study* untuk menguji reaksi pasar menjelang Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) Luar Biasa yang memutuskan rencana aksi pembelian kembali saham perusahaan (*stock repurchase*). Penggunaan metode tersebut berkaitan dengan pembuktian *Efficient Market Hypothesis* khususnya *semi-strong form*. Jika keputusan RUPS Luar Biasa dianggap sebagai informasi publik, maka pasar menyerap informasi tersebut dengan relatif cepat. Hal tersebut terbukti dari rerata *cumulative abnormal return* yang positif signifikan pada saat pelaksanaan RUPS (t_0) hingga dua hari sesudahnya. Bahkan pasar sudah mengantisipasi keputusan tersebut sejak lima hari sebelum RUPS dilakukan (t_{-5}).

5.2 Saran

1. Penelitian ini menggunakan sampel tiga belas saham perusahaan yang melakukan RUPS Luar Biasa yang membahas mengenai aksi *stock repurchase* dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan ukuran sampel yang lebih besar (misalnya, interval pengamatan diperpanjang) agar didapat nilai AAR dan ACAR yang lebih mewakili keadaan sebenarnya.
2. Penelitian ini menggunakan *event window* 11 hari, yakni 5 hari sebelum *event*, hari *event*, dan 5 hari sesudahnya. Aksi korporasi *stock repurchase* itu sendiri merupakan aksi korporasi yang efeknya lebih bersifat jangka panjang. Oleh

karena itu, disarankan agar *event window* penelitian selanjutnya dapat diperpanjang. Akan tetapi, pemilihan interval pengamatan yang lebih panjang harus disertai pertimbangan bahwa tidak ada *noise* atau pengaruh dari *event* lainnya dalam *event window*.

3. Penelitian ini tidak melihat motivasi perusahaan mengapa memilih untuk melakukan *stock repurchase* dibandingkan dengan membagikan dividen dan apakah alasan harga saham dianggap *undervalued* benar-benar berlaku pada aksi korporasi *stock repurchase* yang dilakukan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Penelitian selanjutnya sebaiknya berusaha untuk melihat alasan yang melatarbelakangi aksi korporasi tersebut.
4. Saran bagi investor yang hendak memanfaatkan *event* RUPS Luar Biasa yang membahas aksi korporasi *stock repurchase* adalah ACAR tertinggi adalah pada t_{+1} , namun harus bersikap lebih hati-hati karena penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data historis, sehingga apa yang terjadi di masa lalu belum tentu terulang di masa datang. Selain itu, penelitian ini tidak mempertimbangkan biaya transaksi, sehingga belum tentu investor dapat memanfaatkan *event* ini untuk memperoleh *abnormal return* dalam jangka pendek.
5. Saran bagi penyelenggara dan regulator bursa dalam rangka menyusun kebijakan berkaitan dengan aksi korporasi *stock repurchase* adalah sebaiknya tidak ada rentang waktu antara pengumuman dan pelaksanaan aksi tersebut. Dengan kata lain, jika perusahaan akan melakukan *stock repurchase* sebaiknya diumumkan dan mulai dilaksanakan pada hari yang sama supaya tidak menimbulkan ketidakpastian untuk investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z., Alex Kane, dan Alan J. Marcus. 2008. *Investments 7th edition*. McGraw-Hill: USA.
- Cahyono, Irwan Landung. 2006. "Pengaruh Tindakan Merger dan Akuisisi terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan Pengakuisisi (Event Study pada BEJ dalam Periode Tahun 2001-2005)." Jakarta: MM-FEUI
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, dan A. Craig Mackinlay. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Chan, Konan, David Ikenberry dan Inmoo Lee. 2003. "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Chen, Chao-Liang, Wan-Hsiu Cheng, dan Miaw-Jane Chen. 2003. "The Effects of Open Market Share Repurchase Announcements: The Early Experience of Taiwan."
- Dewobroto, Aditya. 2003. "Reaksi Harga Saham terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya." Jakarta: MM-FEUI
- Ding, David K. 2000. "The Effects of Common Stock Repurchases on Shareholders Wealth."
- Dittmar, Amy. 2000. "Why do Firms Repurchase Stock?" *Journal of Business*, 73, 331-355.
- Dittmar, Amy dan Robert F. Dittmar. 2002. "Stock Repurchase Waves: An Explanation of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy." www.ssrn.com
- Elton, Edwin J. dan Martin Gruber. 2003. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. New York: John Wiley & Sons.
- Fama, Eugene F. et al. 1969. "The Adjustment of Stock Prices to New Information." *International Economic Review*, 10.
- Fama, Eugene. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fama, Eugene. 1991. "Efficient Capital Markets: II." *Journal of Finance*.
- Grullon, G., and R. Michaely. 2002. "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis." *Journal of Finance*, 57, 1649-1684.
- Hatakeda, Takashi dan Nobuyuki Isagawa. 2001. "Stock Price Behavior Surrounding Stock Repurchase Announcements: Evidence from Japan."

- Indarto, Desy. 2005. "Pengaruh Undervaluation, Excess Cash Flow, dan Leverage terhadap Level of Stock Repurchases pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1999-2003." *Skema*, Vol.1 No. 6.
- Isagawa, Nobuyuki. 2000. "Open-Market Stock Repurchase and Stock Price Behavior When Management Values Real Investment." *The Finance Review* 35: 95-108.
- Jasmina, Thia. 1999. "Weak Form Efficiency Tests: Evidence from The Jakarta Stock Exchange (1990-1996)." *Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, Vol. XLVII No. 2, 191-218.
- Liu, C-S., dan D. Ziebart. 1997. "Stock Returns and Open-Market Stock Repurchase Announcements." *Financial Review* 32, 709-728.
- McNally, William J. 2002. "Open Market Share Repurchases in Canada." *Canadian Investment Review*, Winter 2002.
- Pontoh, Jones Xaverius. 2007. "Uji Efisiensi Pasar Bentuk Lemah Pasar Modal Asia Tenggara (Indonesia, Malaysia, Singapura, Philipina, dan Thailand) 1998-2005."
- Raksitrianawan, Muhamad. 2003. "Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Dividen pada Saham-Saham yang Membagikan Dividen Tunai Secara Konsisten Selama Periode Tahun 1999-2002 di Bursa Efek Jakarta)"
- Ritsatos, Titos. 1999. "Market Reaction To Open-Market Stock Repurchase Announcements; Evidence From The Insurance Industry." www.business.uconn.edu
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, dan Jeffrey F. Jaffe. *Corporate Finance 7th edition*. 2005. McGraw-Hill: USA.
- Seifert, Udo dan Richard Stehle. 2003. "Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany."
- Sharpe, William F. Alexander, Gordon J. dan Bailey, Jeffery V. 1995. *Investment*. Prentice Hall, Inc.
- Weston J, Fred, Mark L. Mitchell, dan J. Harold Mulherin. 2004. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance 4th edition*. Pearson Education, Inc.

LAMPIRAN 1A: Contoh Penyampaian Bukti Iklan

CentrinOnline

PT Centrin Online Tbk
www.centrin.net.id

Jakarta, 29 Mei 2007

No. : 29-I/V/Co-Fin/07

Kepada Yth,
Badan Pengawas Pasar Modal
Gedung Baru Departemen Keuangan RI
Jl. Dr. Wahidin No. 1
Jakarta Pusat 10710.

Up : Ketua Bapepam

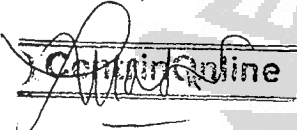
Dengan hormat,

Perihal : Penyampaian Bukti Iklan

Bersama ini kami sampaikan Bukti Iklan Pemberitahuan RUPST dan RUPSLB kepada Para Pemegang Saham, yg mana iklan ini telah di muat di Harian Bisnis Indonesia dan Media Indonesia pada tanggal 29 Mei 2007 serta Bukti Iklan Informasi Kepada Pemegang Saham berkaitan dengan Rencana Pembelian Kembali Saham yang telah dikeluarkan oleh Perseroan, yang dimuat di Harian Bisnis Indonesia dan Harian Investor Daily pada tanggal 29 Mei 2007.

Demikian kami sampaikan, atas perhatian Bapak kami ucapkan terima kasih.

Hormat kami,


CentrinOnline

Janti Kosasih
Corporate Secretary

Tembusan Yth :

- Kepala Biro PKP Sektor Jasa BAPEPAM
- Kepala Biro TLE BAPEPAM
- Direksi Bursa Efek Jakarta
- Kadiv Pemantauan Emiten PT Bursa Efek Jakarta
- Kadiv Perdagangan PT Bursa Efek Jakarta ;

LAMPIRAN 1B: Contoh Informasi kepada Para Pemegang Saham

INFORMASI KEPADA PARA PEMEGANG SAHAM

RENCANA PEMBELIAN KEMBALI SAHAM YANG TELAH DIKELUARKAN OLEH PERSEROAN

CentrinOnline PT CENTRIN ONLINE Tbk

Pengumuman ini dimaksudkan untuk memberikan keterangan kepada para pemegang saham mengenai rencana Perseroan untuk melakukan pembelian kembali saham Perseroan maksimum sejumlah 10% (sepuluh persen) dari seluruh saham yang telah dikeluarkan dan diselor penuh ("Pembelian Kembali Saham") yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Rencana pembelian kembali saham akan dimintakan persetujuan pada Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa ("RUPSLB") yang akan diselenggarakan pada tanggal 26 Juni 2007.

Manajemen Perseroan menganalisa bahwa performa harga saham Perseroan saat ini belum mencerminkan nilai sesungguhnya dari Perseroan secara wajar. Dengan kondisi tersebut maka manajemen berpendapat bahwa saat ini investasi dengan melakukan pembelian kembali saham Perseroan adalah pilihan investasi yang terbaik untuk memberikan nilai tambah kepada para pemegang saham Perseroan.

Informasi kepada para pemegang saham ini dibuat dalam rangka memenuhi ketentuan sebagaimana dimaksud dalam Peraturan No. XI.B.2, Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep 45/1998 tanggal 14 Agustus 1998 tentang Pembelian Kembali Saham yang dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik ("Peraturan XI.B.2") dan memperhatikan ketentuan Undang-undang No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas.

PERKIRAAN JADUAL DAN BIAYA PEMBELIAN KEMBALI SAHAM

- **Jadual Pembelian Kembali Saham**
Pembelian Kembali Saham akan dilaksanakan dalam jangka waktu 18 (delapan belas) bulan terhitung sejak disetujuinya rencana Pembelian Kembali Saham oleh RUPSLB.
- **Perkiraan Biaya Pembelian Kembali Saham**
Dana yang akan digunakan untuk pembelian kembali saham adalah maksimum sebesar Rp. 13.000.000.000,00 (tiga belas milyar Rupiah) yang berasal dari saldo laba sampai dengan periode tiga bulan yang berakhir pada tanggal 31 Maret 2007. Dimana dalam jumlah dana tersebut telah termasuk biaya transaksi, komisi perantara, serta biaya-biaya lain yang berhubungan dengan Pembelian Kembali Saham.

PERKIRAAN PENGARUH PEMBIAYAAN KEGIATAN USAHA DAN HASIL USAHA PERSEROAN SEBAGAI AKIBAT PELAKSANAAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM

Pelaksanaan Pembelian Kembali Saham akan mengakibatkan terjadinya penurunan nilai aktiva dan ekuitas Perseroan maksimum sebesar Rp 13.000.000.000,00 (tiga belas milyar Rupiah). Namun demikian, Perseroan yakin bahwa pelaksanaan Pembelian Kembali Saham tidak mempengaruhi pembiayaan kegiatan usaha Perseroan karena hingga kini Perseroan memiliki modal kerja dan arus kas yang memadai untuk menjalankan kegiatan operasional Perseroan dan tidak akan mempengaruhi secara material kepada kegiatan usaha Perseroan. Perseroan akan mengembalikan dana kedalam saldo laba, apabila:

- Rencana Pembelian Kembali Saham tidak disetujui oleh RUPSLB; atau
- Setelah berakhirnya periode Pembelian Kembali Saham terdapat sisa dana.

PROFORMA LABA BERSIH PER SAHAM DAN IMBAL HASIL EKUITAS PERSEROAN SETELAH PEMBELIAN KEMBALI SAHAM DILAKSANAKAN

Proforma laba bersih per saham Perseroan dihitung berdasarkan neraca dan laporan laba rugi konsolidasi untuk periode 3 (tiga) bulan yang berakhir pada tanggal 31 Maret 2007, dan berdasarkan penyesuaian setelah terjadinya Pembelian Kembali Saham, seolah-olah rencana tersebut dilakukan pada periode 31 Maret 2007, dengan perkiraan Pembelian Kembali Saham terlaksana seluruhnya dengan dana sebesar Rp. 13.000.000.000,00 (tiga belas milyar Rupiah).

Berikut adalah perhitungan proforma laba bersih per saham (EPS) dan Imbal Hasil Ekuitas (ROE) pada tanggal 31 Maret 2007 bila dilakukan Pembelian Kembali Saham diban... dengan kondisi semula sebelum dilakukan Pembelian Kembali Saham.

LAMPIRAN 2: Cumulative Abnormal Return dan Abnormal Return

Cumulative Abnormal Return

Periode	ASDM	BBCA	BLTA04	BLTA06	BUMI	HMSP	KLBF	PNLF	PTRO	RMBA	TLKM	TRIM	PNIN	ACAR
-5	-0.001088	0.0261339	0.0140919	-0.000168	-0.013359	-0.010185	0.0103475	0.0256318	0.0299107	-0.016327	-0.006825	0.0083073	0.0196737	0.0066266
-4	0.0295121	0.0238347	0.0588737	-0.044807	-0.018355	0.0036115	0.0374341	0.0256433	0.0232567	-0.034186	-0.011319	0.0144669	0.037641	0.0112006
-3	-0.03998	0.0264602	0.0265965	-0.022152	-0.008465	-0.009026	0.0269133	0.0257142	0.0331991	-0.054165	-0.030661	-0.003408	0.0102527	-0.00144
-2	-0.015956	0.0163488	0.0305448	-0.036651	0.0160568	0.0027805	0.0145658	-9E-05	0.0126522	-0.05472	-0.000214	0.0752314	-0.003776	0.0043671
-1	0.0508701	0.019179	0.0217354	-0.046822	0.0278484	0.009546	0.0208498	0.0270941	0.0025099	0.0373477	-0.00103	0.0268134	-0.004404	0.0147336
0	0.106604	0.0217483	0.0360333	-0.006737	0.0472733	-0.015187	0.0181759	0.0549925	0.0164671	-0.024358	0.0101597	-0.002683	0.008812	0.0208694
1	0.1029437	0.0073964	0.0817163	-0.022985	0.0176894	-0.023618	0.0221286	0.0587265	-0.003038	0.0257083	0.006161	0.0736314	0.0147409	0.0282521
2	0.1197755	0.0289188	0.0696386	-0.029296	0.0433191	-0.03009	0.0090939	0.0414818	-0.013017	-0.001449	-0.00382	0.0784876	0.0021188	0.0242431
3	0.091904	0.0424778	0.0519306	-0.030184	0.0113128	-0.019074	-0.026791	0.0287828	-0.029131	0.0382262	-0.015038	0.0491597	-0.011345	0.0140177
4	0.1159925	0.040095	0.0743151	-0.009143	0.0039089	-0.017682	-0.027397	0.024658	-0.014966	0.0583488	-0.0133	0.0230446	-0.02126	0.0182012
5	0.1194392	0.0611978	0.0974983	0.0108483	-0.018299	-0.031579	-0.025689	0.0100466	-0.000308	0.0559522	-0.019971	0.0154584	-0.038766	0.0181408

Abnormal Return

Periode	ASDM	BBCA	BLTA04	BLTA06	BUMI	HMSP	KLBF	PNLF	PTRO	RMBA	TLKM	TRIM	PNIN	AAR
-5	-0.001088	0.0261339	-0.014092	-0.000168	-0.013359	-0.010185	0.0103475	0.0256318	0.0299107	-0.016327	-0.006825	0.0083073	0.0196737	0.0044586
-4	0.0306003	-0.002299	-0.044782	-0.044639	-0.004996	0.0137964	0.0270866	1.144E-05	-0.006654	-0.017859	-0.004493	0.0061596	0.0179673	-0.002315
-3	-0.069492	0.0026256	0.0322772	0.0226545	0.00989	-0.012638	-0.010521	7.096E-05	0.0099424	-0.019979	-0.019342	-0.017875	-0.027388	-0.007675
-2	0.0240236	-0.010111	-0.003948	-0.014499	-0.024522	0.0118067	-0.012347	-0.025804	-0.020547	-0.000555	0.0304464	0.0786396	-0.014029	0.0051998
-1	0.0668264	0.0028302	0.0088094	-0.010172	0.0117917	0.0067654	0.006284	0.0271841	-0.010142	0.0920675	-0.000815	-0.048418	-0.000628	0.0117218
0	0.0557339	0.0025693	-0.014298	0.0400855	0.0194249	-0.024733	-0.002674	0.0278984	0.0139572	-0.061705	0.0111894	-0.029497	0.0132163	0.003936
1	-0.00366	-0.014352	-0.045683	-0.016248	-0.029584	-0.008431	0.0039527	0.003734	-0.013429	0.0500658	-0.003999	0.0763149	0.0059289	0.0003546
2	0.0168318	0.0215223	0.0120777	-0.006312	0.0256297	-0.006472	-0.013035	-0.017245	-0.016055	-0.027157	-0.009981	0.0048562	-0.012622	-0.002151
3	-0.027871	0.0135591	0.0177079	-0.000887	-0.032006	0.011016	-0.035885	-0.012699	-0.016115	0.0396751	-0.011217	-0.029328	-0.013464	-0.007501
4	0.0240885	-0.002383	-0.022384	0.0210407	-0.007404	0.0013919	-0.000606	-0.004125	0.0141656	0.0201226	0.0017384	-0.026115	-0.009915	0.0007397
5	0.0034467	0.0211029	-0.023183	0.0199913	-0.022208	-0.013896	0.0017082	-0.014611	0.0146581	-0.002397	-0.006671	-0.007586	-0.017506	-0.003627