

BAB 4

ANALISA DAN PEMBAHASAN

4.1 *Abnormal Return (AR) dan Cummulative Abnormal Return (CAR)*

4.1.1 Tanggal Iklan Keterbukaan Informasi sebagai *Event Date*

Berikut adalah hasil perhitungan *Average Abnormal Return (AAR)* selama *event window* serta 30 hari sebelum *event date* menggunakan *software SPSS 11.5 for windows* dengan *test value* sebesar 0 dan nilai *df (degree of freedom)*¹ sebesar $N - 1$ atau 18. Nilai AAR dijelaskan pada kolom *mean difference*. (Lihat tabel 4.1).

Dari tabel 4.1 dapat dilihat bahwa selama *event window*, AAR yang signifikan terjadi pada t_{-3} , t_0 , dan t_{+6} . Jika melihat dalam *range* waktu yang lebih panjang, yaitu 30 hari sebelum *event date*, maka didapat sebanyak 14 hari yang memiliki nilai AAR negatif. Walaupun dari 14 hari tersebut, hanya sebanyak 2 hari yang menunjukkan nilai AAR negatif yang signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$ dan $\alpha=10\%$, yaitu pada saat t_{-29} sebesar (-0.0109318) dan t_{-13} sebesar (-0.0209887).

Hasil ini dapat dijadikan sebagai suatu petunjuk adanya *undervaluation* dari saham perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock repurchase* sesuai dengan teori yang menjelaskan tentang alasan suatu perusahaan melakukan *stock repurchase* yang telah dibahas sebelumnya. Salah satunya adalah yang dikatakan oleh Asquith dan Mullin (1986) yang menyebutkan bahwa *stock repurchase* merupakan suatu sinyal yang diberikan perusahaan bahwa sahamnya memiliki nilai intrinsik yang lebih besar dari pada harga pasarnya (*undervalued*).

Pasar menilai baik tentang rencana *stock repurchase* ini hanya pada saat t_0 , dengan nilai AAR sebesar 0.01791385 yang signifikan pada $\alpha=10\%$, yaitu saat perusahaan mengumumkan keterbukaan informasi mengenai rencana *stock repurchase*. Adanya *return* positif ini menunjukkan kesesuaian dengan *asymmetric information hypothesis* yang dikemukakan oleh Stephens dan Weisbach (1998).

¹ *Degree of freedom* adalah derajat ketergantungan banyaknya observasi (n) dan banyaknya variabel independen yang digunakan untuk menentukan nilai kritis.

Tabel 4.1 Hasil Output Average Abnormal Return (AAR)

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-30	.783	18	.444	.006156215	-.010360935	.022673365
t-29	-1.886	18	.075	-.010931780	-.023106573	.001243013
t-28	.821	18	.423	.005781162	-.009017509	.020579833
t-27	.799	18	.435	.013525118	-.022059593	.049109830
t-26	.231	18	.820	.003810434	-.030780462	.038401330
t-25	-.319	18	.753	-.003985552	-.030231398	.022260293
t-24	.290	18	.775	.001930286	-.012038269	.015898842
t-23	-1.234	18	.233	-.011280647	-.030493543	.007932249
t-22	-.237	18	.815	-.002927657	-.028872699	.023017385
t-21	1.455	18	.163	.021500735	-.009553100	.052554569
t-20	1.301	18	.210	.012968255	-.007968795	.033905305
t-19	-1.523	18	.145	-.013323765	-.031703131	.005055600
t-18	.556	18	.585	.005419803	-.015054285	.025893891
t-17	-1.315	18	.205	-.010291893	-.026736001	.006152215
t-16	-1.703	18	.106	-.008253005	-.018436364	.001930354
t-15	-1.130	18	.273	-.013637752	-.038993660	.011718156
t-14	1.255	18	.225	.016442489	-.011072545	.043957522
t-13	-2.521	18	.021	-.020988709	-.038481680	-.003495738
t-12	-.287	18	.778	-.002020396	-.016824494	.012783702
t-11	.249	18	.806	.002176963	-.016208740	.020562666
t-10	-1.927	18	.070	-.014261668	-.029812265	.001288929
t-9	-1.159	18	.262	-.011341813	-.031901274	.009217647
t-8	.090	18	.930	.000847963	-.019008921	.020704848
t-7	.976	18	.342	.006436879	-.007412375	.020286133
t-6	.588	18	.564	.005391983	-.013882635	.024666601
t-5	-.097	18	.924	-.000681082	-.015467823	.014105658
t-4	.515	18	.613	.005257863	-.016188056	.026703783
t-3	2.226	18	.039	.019686413	.001107304	.038265522
t-2	-.588	18	.564	-.004828856	-.022071742	.012414030
t-1	.912	18	.374	.011728613	-.015293016	.038750243
t0	2.048	18	.055	.017913849	-.000460677	.036288374
t+1	-.005	18	.996	-.000057574	-.025469473	.025354324
t+2	-.390	18	.701	-.002148919	-.013732697	.009434860
t+3	.837	18	.413	.006702886	-.010118705	.023524478
t+4	-.418	18	.681	-.002533897	-.015281442	.010213649
t+5	.484	18	.634	.002089430	-.006979757	.011158617
t+6	-2.239	18	.038	-.017020566	-.032994256	-.001046876
t+7	.859	18	.401	.006685409	-.009656510	.023027329

Sumber: Hasil olahan menggunakan SPSS 11.5 for windows.

Hipotesis tersebut menyatakan bahwa kenaikan dari harga saham merupakan hasil dari informasi yang diberikan perusahaan pada saat pengumuman *stock repurchase* bahwa sahamnya mengalami *undervalued*.

Pada hari setelah tanggal keterbukaan informasi, sebagian besar nilai AAR yang didapat bernilai negatif yaitu pada saat t_{+1} , t_{+2} , t_4 , dan t_{+6} , walaupun secara statistik tidak signifikan kecuali pada saat t_{+6} yang signifikan pada $\alpha=5\%$. Sedangkan 3 hari lainnya yaitu t_{+3} , t_{+5} , dan t_{+7} memiliki nilai AAR positif dan juga secara statistik tidak signifikan.

Kenaikan pada saat t_0 dan langsung diikuti sebagian besar penurunan pada hari-hari berikutnya menunjukkan bahwa *stock repurchase* merupakan suatu *costless signalling* yang dapat dilakukan perusahaan untuk bisa meningkatkan harga sahamnya.

Selanjutnya adalah menghitung nilai ACAR (*Average Cummulative Abnormal Return*) selama *event window* ($t_{-7} - t_{+7}$). Dan hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.2 Hasil Output Average Cummulative Abnormal Return (ACAR)

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-7	.976	18	.342	.00643688	-.007412375	.020286133
t-6	1.028	18	.318	.01182886	-.012350976	.036008701
t-5	.794	18	.437	.01114778	-.018336328	.040631888
t-4	.959	18	.350	.01640564	-.019529125	.052340412
t-3	2.415	18	.027	.03609206	.004688453	.067495659
t-2	1.554	18	.138	.03126320	-.011002248	.073528649
t-1	2.387	18	.028	.04299181	.005146749	.080836878
t0	2.917	18	.009	.06090566	.017039799	.104771526
t+1	2.327	18	.032	.06084809	.005914566	.115781610
t+2	2.168	18	.044	.05869917	.001824951	.115573387
t+3	2.385	18	.028	.06540206	.007796571	.123007540
t+4	2.339	18	.031	.06286816	.006402534	.119333783
t+5	2.362	18	.030	.06495759	.007170075	.122745102
t+6	1.692	18	.108	.04793702	-.011602374	.107476420
t+7	1.743	18	.098	.05462243	-.011233023	.120477887

Sumber: Hasil olahan menggunakan SPSS 11.5 for window.

Walaupun dalam perhitungan AAR sebelumnya diketahui bahwa nilai AAR setelah *event date* sebagian besar bernilai negatif, namun jika dilihat dari perhitungan nilai ACAR selama *event window* di dapat nilai yang positif. Bahkan besar ACAR tersebut merupakan hasil yang signifikan pada $\alpha=5\%$ selama 7 hari berturut-turut dari t_{-1} hingga t_{+5} . Sedangkan pada t_{+7} baru signifikan dengan tingkat $\alpha=10\%$. Nilai ACAR paling tinggi terjadi pada saat t_{+3} , yaitu sebesar 0.006540206.

Keseluruhan nilai positif dari ACAR ini menunjukkan bahwa pasar memang menilai baik kegiatan *stock repurchase* yang dilakukan suatu perusahaan. Seperti yang dibahas pada landasan teori bahwa terdapat beberapa keuntungan yang didapat dari kegiatan *stock repurchase*, baik dari sudut pandang investor (pemegang saham) maupun perusahaan, sehingga tidak heran jika pasar menilai positif kegiatan ini.

4.1.2 Tanggal RUPS LB sebagai *Event Date*

Cara yang sama digunakan dalam menghitung nilai AAR dan ACAR pada saat menggunakan tanggal RUPS LB sebagai *event date*. Hanya saja berbeda dalam besarnya nilai dari AR dan CAR pada setiap harinya selama *event window* dan jumlah sampel yang diobservasi.

Berikut adalah hasil perhitungan AAR (lihat tabel 4.3):

Jika menggunakan tanggal RUPS sebagai *event date*, selama *event window* AAR yang signifikan hanya terjadi pada saat t_{-3} , t_{+3} , dan t_{+6} dengan tingkat $\alpha=5\%$ dan $\alpha=10\%$. Berbeda dengan perhitungan AAR menggunakan tanggal keterbukaan informasi sebagai *event date* yang pada saat t_0 terdapat nilai AAR yang positif dan signifikan, t_0 pada tanggal RUPS bernilai negatif dan juga tidak signifikan. Bisa disimpulkan bahwa pasar tidak begitu berpengaruh terhadap hasil keputusan RUPS. Pasar lebih bereaksi justru pada saat pengumuman keterbukaan informasi perusahaan mengenai *stock repurchase*, walaupun kelegalitasannya baru terjadi ketika RUPS menyetujui rencana perusahaan tersebut.

Tabel 4.3 Hasil Output Average Abnormal Return (AAR)

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-30	-.536	19	.598	-.003476221	-.017052401	.010099958
t-29	-1.802	19	.087	-.013585124	-.029367273	.002197025
t-28	-.142	19	.889	-.000860415	-.013558385	.011837556
t-27	-.016	19	.988	-.000093156	-.012527337	.012341025
t-26	.303	19	.765	.002644513	-.015605033	.020894059
t-25	-.125	19	.902	-.000742900	-.013229665	.011743864
t-24	.846	19	.408	.007086373	-.010438014	.024610760
t-23	1.595	19	.127	.014316288	-.004471502	.033104079
t-22	-1.164	19	.259	-.008070478	-.022576054	.006435099
t-21	.833	19	.415	.011156176	-.016890455	.039202807
t-20	1.288	19	.213	.008442502	-.005276323	.022161326
t-19	.382	19	.707	.004443934	-.019902647	.028790514
t-18	.695	19	.496	.001935847	-.003895690	.007767384
t-17	1.560	19	.135	.014162356	-.004836458	.033161169
t-16	.128	19	.900	.000705322	-.010844398	.012255041
t-15	-1.632	19	.119	-.005166637	-.011790973	.001457698
t-14	-1.314	19	.204	-.012171933	-.031558339	.007214474
t-13	-.048	19	.962	-.000298874	-.013375154	.012777405
t-12	.065	19	.949	.000415761	-.013059749	.013891271
t-11	1.123	19	.275	.004769647	-.004119651	.013658945
t-10	.404	19	.690	.002566247	-.010713700	.015846193
t-9	-.608	19	.551	-.003173821	-.014104912	.007757270
t-8	-1.393	19	.180	-.007001489	-.017521478	.003518501
t-7	.613	19	.547	.003742929	-.009029746	.016515604
t-6	-.543	19	.593	-.002063358	-.010017557	.005890841
t-5	.561	19	.581	.004463364	-.012188588	.021115317
t-4	.899	19	.380	.011066998	-.014688430	.036822427
t-3	-2.288	19	.034	-.010234948	-.019596610	-.000873286
t-2	.740	19	.468	.006015510	-.011002496	.023033517
t-1	1.620	19	.122	.016035055	-.004687690	.036757800
t0	-.245	19	.809	-.001633267	-.015594888	.012328355
t+1	.100	19	.921	.000915559	-.018235701	.020066820
t+2	-1.402	19	.177	-.009707888	-.024196514	.004780738
t+3	-2.944	19	.008	-.015643698	-.026766529	-.004520867
t+4	-.438	19	.667	-.002811511	-.016257903	.010634881
t+5	-.531	19	.602	-.003215171	-.015893149	.009462806
t+6	2.069	19	.052	.009468509	-.000110452	.019047470
t+7	-1.480	19	.155	-.006173494	-.014904749	.002557761

Sumber: Hasil olahan menggunakan SPSS 11.5 for windows.

Dalam kasus ini juga perlu ditambahkan bahwa pada saat perusahaan mengumumkan keterbukaan informasi mengenai kegiatan *stock repurchase*, perusahaan tidak hanya memberitahukan kapan akan diadakannya RUPS untuk membahas rencana *stock repurchase* tersebut, namun juga memberitahukan tentang kondisi keuangan perusahaan akibat kegiatan *stock repurchase* seperti yang diatur dalam Peraturan Nomor XI.B.2 mengenai Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik pasal 3 yang berbunyi:

“Emiten atau Perusahaan Publik wajib mengungkapkan rencana pembelian kembali saham kepada seluruh pemegang saham sekurang-kurangnya 28 (dua puluh delapan) hari sebelum RUPS. Rencana pembelian kembali saham wajib memuat informasi sebagai berikut:

- a. perkiraan jadwal dan biaya pembelian kembali saham tersebut;
- b. perkiraan menurunnya pendapatan Emiten atau Perusahaan Publik sebagai akibat pelaksanaan pembelian kembali saham dan dampak atas biaya pembiayaan Emiten atau Perusahaan Publik;
- c. proforma laba per saham Emiten atau Perusahaan Publik setelah rencana pembelian.
- d. pembatasan harga saham untuk pembelian kembali saham;
- e. pembatasan jangka waktu pembelian kembali saham;
- f. metode yang akan digunakan untuk membeli kembali saham;
- g. pembahasan dan analisis manajemen mengenai pengaruh pembelian kembali saham terhadap kegiatan usaha dan pertumbuhan Emiten atau Perusahaan Publik di masa mendatang; dan
- h. rencana Emiten atau Perusahaan Publik atas saham yang akan dibeli kembali, apakah akan dijual kembali atau akan mengurangi modal Emiten atau Perusahaan Publik.”

Adanya ketentuan tersebut memungkinkan para investor untuk menilai apakah rencana *stock repurchase* ini akan menguntungkan mereka. Selama kegiatan *stock repurchase* ini dapat meningkatkan nilai EPS, RUPS LB pasti menyetujui kegiatan tersebut. Terbukti dari hampir tidak ada rencana kegiatan *stock repurchase* yang tidak

disetujui dalam RUPS LB. Sehingga pasar bisa langsung bereaksi pada saat perusahaan mengumumkan keterbukaan informasi mengenai rencana *stock repurchase* tanpa diikuti adanya kekhawatiran bahwa rencana tersebut tidak akan disetujui RUPS LB. Dapat dilihat dari nilai AAR yang positif dan signifikan pada saat pengumuman keterbukaan informasi dibandingkan nilai AAR yang negatif dan tidak signifikan pada saat keluarnya keputusan RUPS LB untuk melakukan kegiatan *stock repurchase*.

Hal ini juga menunjukkan bahwa pasar memang bereaksi pada saat pengumuman pertama perusahaan kepada publik dibandingkan pada saat pelaksanaan suatu aksi korporasi. Sebagai suatu contoh lain adalah pada saat pengumuman pembagian dividen, yang sifatnya hampir sama dengan *stock repurchase* perusahaan. Pasar akan bereaksi positif pada saat perusahaan mengumumkan adanya pembagian dividen tersebut, bukan pada saat dividen tersebut benar-benar dibagikan.

Tabel 4.4 Hasil Output Average Cummulative Abnormal Return (ACAR)

One-Sample Test						
Test Value = 0						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
t-7	.613	19	.547	.00374293	-.009029746	.016515604
t-6	.256	19	.801	.00167957	-.012065459	.015424601
t-5	.507	19	.618	.00614294	-.019213833	.031499703
t-4	.784	19	.443	.01720993	-.028721778	.063141645
t-3	.319	19	.753	.00697499	-.038776665	.052726636
t-2	.727	19	.476	.01299050	-.024431426	.050412417
t-1	1.529	19	.143	.02902555	-.010704314	.068755415
t0	1.410	19	.175	.02739228	-.013255392	.068039960
t+1	1.430	19	.169	.02830784	-.013118747	.069734434
t+2	1.082	19	.293	.01859995	-.017368291	.054568201
t+3	.182	19	.857	.00295626	-.031010993	.036923507
t+4	.008	19	.994	.00014475	-.039083702	.039373194
t+5	-.177	19	.862	-.0030704	-.039436751	.033295900
t+6	.331	19	.744	.00639808	-.034078292	.046874459
t+7	.012	19	.990	.00022459	-.037726245	.038175423

Sumber: Hasil olahan menggunakan SPSS 11.5 for windows.

Bila dibandingkan dengan perhitungan ACAR sebelumnya, tidak jauh berbeda nilai yang diperoleh. Hampir semua hari pada *event window* memiliki nilai ACAR yang positif kecuali pada saat t_{+5} yang bernilai negatif yaitu sebesar -0.0030704. Hanya saja nilai ACAR pada *event window* ini tidak ada satupun yang menunjukkan signifikansi baik pada tingkat $\alpha=5\%$ maupun pada tingkat $\alpha=10\%$. Berbeda pada nilai ACAR sebelumnya yang signifikan selama 7 hari berturut-turut dari t_{-1} hingga t_{+5} pada tingkat $\alpha = 5\%$.

4.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Besarnya CAR

4.2.1 Tanggal Iklan Keterbukaan Informasi sebagai *Event Date*

Hasil *descriptive statistic*² dari variabel dependen dan variabel independen adalah sebagai berikut:

Tabel 4.5 Descriptive Statistic

	CF	FR	SIZE	UNDER	DA	CAR
Mean	0.098709	0.083016	28.37186	0.142026	0.460558	0.015707
Median	0.088889	0.100000	28.82448	0.086698	0.424809	0.013928
Maximum	0.270963	0.157100	32.80603	1.850517	0.906640	0.171551
Minimum	-0.027549	0.000000	21.26665	-0.182348	0.060323	-0.147592
Std. Dev.	0.074270	0.039958	2.593644	0.436808	0.234921	0.069671
Skewness	0.311592	-0.755415	-0.774690	3.339375	0.395972	0.038506
Kurtosis	2.908803	2.916990	4.453341	13.77660	2.448032	3.714488
Jarque-Bera	0.314035	1.812521	3.572613	127.2531	0.737710	0.408836
Probability	0.854689	0.404032	0.167578	0.000000	0.691526	0.815122
Sum	1.875478	1.577300	539.0654	2.698495	8.750593	0.298440
Sum Sq. Dev.	0.099289	0.028739	121.0858	3.434420	0.993383	0.087373
Observations	19	19	19	19	19	19

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

Nilai rata-rata dari CF adalah 0.098709, dengan nilai maksimum 0.270963 dan nilai minimum sebesar -0.027549. Untuk FR, nilai rata-ratanya adalah 0.083016, dengan nilai maksimum 0.157100 dan nilai minimum 0.000000. Untuk SIZE, nilai rata-ratanya adalah 28.37186, dengan nilai maksimum 32.80603 dan nilai minimum

² Menggambarkan tentang ringkasan data-data penelitian seperti *mean*, standar deviasi, varian, modus, dll.

21.26665. Untuk UNDER, nilai rata-ratanya adalah 0.142026, dengan nilai maksimum 0.906640 dan nilai minimum -0.182348. Untuk DA, nilai rata-ratanya adalah 0.460558, dengan nilai maksimum 0.906640 dan nilai minimum 0.060323. Untuk CAR, nilai rata-ratanya adalah 0.015707, dengan nilai maksimum 0.171551 dan nilai minimum -0.147592.

Untuk uji normalitas, akan dilihat melalui probabilitas Jarque-Bera³. Dari besarnya probabilitas Jarque-Bera pada data di atas dapat dilihat bahwa hampir semua variabel terdistribusi secara normal kecuali variabel UNDER, dimana variabel tersebut memiliki probabilitas Jarque-Bera sebesar 0.000000. Jika dilihat dari data individual variabel UNDER, memang terdapat satu data yang merupakan *outlier* yaitu sebesar 1.850517.

Di bawah ini adalah hasil regresi variabel dependen CAR dengan variabel independen DA, CF, SIZE, FR, dan UNDER. Dimana CAR adalah *cummulative abnormal return* selama tiga hari yaitu dari t_0 hingga t_{+2} menggunakan *software* Eviews 4.1.

Tabel 4.6 Regresi CAR (t_0-t_{+2})

Dependent Variable: CAR				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/09 Time: 08:24				
Sample: 1 19				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.060864	0.166350	-0.365881	0.7203
DA	-0.064515	0.066981	-0.963182	0.3530
CF	0.508074	0.172719	2.941629	0.0115
SIZE	0.002169	0.006155	0.352377	0.7302
FR	0.134534	0.326908	0.411534	0.6874
UNDER	-0.116709	0.030142	-3.871925	0.0019
R-squared	0.617698	Mean dependent var	0.015707	
Adjusted R-squared	0.470659	S.D. dependent var	0.069671	
S.E. of regression	0.050690	Akaike info criterion	-2.874102	
Sum squared resid	0.033403	Schwarz criterion	-2.575858	
Log likelihood	33.30397	F-statistic	4.200908	
Durbin-Watson stat	1.622009	Prob(F-statistic)	0.017137	

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

³ Uji ini dilakukan untuk melihat apakah populasi data berdistribusi secara normal atau tidak. Biasanya uji normalitas ini untuk mengukur data berskala ordinal, interval, ataupun rasio.

Dapat dilihat dari besarnya probabilitas, maka variabel independen yang secara signifikan (pada tingkat $\alpha=5\%$) mempengaruhi besarnya CAR adalah variabel CF dengan probabilitas 0.0115 dan variabel UNDER dengan probabilitas 0.0019. Keduanya memiliki probabilitas kurang dari 0.05. Hal ini berarti hasil uji di atas menolak H_0 yang menunjukkan bahwa *cashflow* perusahaan (CF), pada pembuktian *agency theory*, dan *undervaluation variable* (UNDER), pada pembuktian *signalling theory*, mempengaruhi besarnya CAR.

Koefisien CF yang positif (0.508074) menunjukkan hubungan yang positif antara variabel CF dengan CAR. Hal ini sesuai dengan teori yang dipaparkan oleh Jensen (1986) bahwa *wealth effect* (besarnya nilai CAR) yang diterima oleh *stockholder* harus berkorelasi positif dengan *cashflow* perusahaan yang berasal dari aktifitas operasi. Sehingga semakin besar *cashflow*, semakin besar pula *agency cost* dari *free cashflow* tersebut yang dapat dikurangi dengan cara mendistribusikan kas perusahaan melalui *stock repurchase*.

Berbeda dengan koefisien CF yang positif, koefisien dari variabel independen UNDER bernilai negatif yang menunjukkan hubungan negatif antara *undervaluation variable* dengan besarnya CAR. Hal ini juga menunjukkan kesesuaian dengan *signalling theory* yang mengatakan bahwa suatu perusahaan, ketika melakukan *stock repurchase*, memberikan sinyal kepada pasar bahwa sahamnya *undervalued* dan pasar memberikan reaksi positif terhadap sinyal ini. Semakin *undervalued* suatu saham, semakin besar reaksi positif pasar yang ditandai oleh semakin besar nilai CAR yang diperoleh.

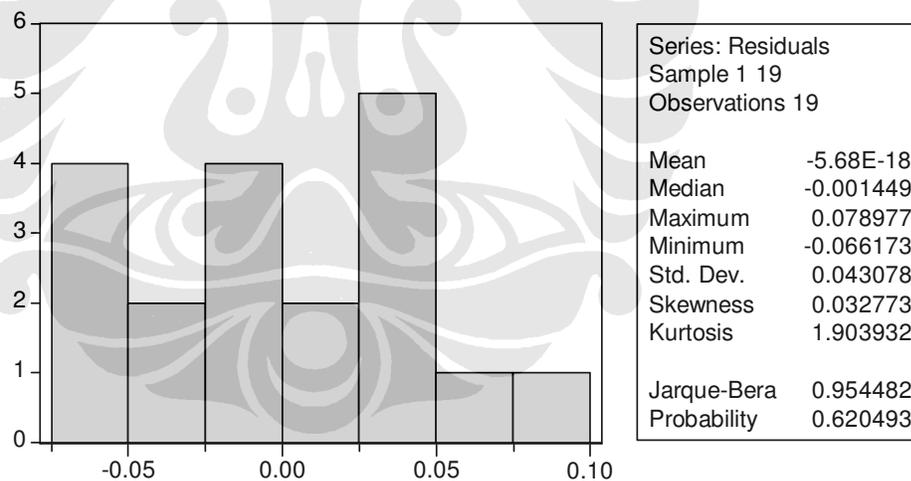
Sedangkan untuk variabel dependen lainnya, seperti DA, SIZE, FR, memiliki probabilitas lebih besar dari 0.05 atau 0.1 (pada tingkat $\alpha=5\%$ ataupun $\alpha=10\%$) yang berarti hipotesis H_0 akan diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pada penelitian ini tidak cukup membuktikan *debt ratio*, *size* perusahaan serta jumlah maksimal saham yang dibeli kembali dapat mempengaruhi besarnya variabel CAR secara signifikan.

Namun, walaupun secara statistik tidak signifikan, variabel SIZE dan FR terbukti memiliki hubungan positif dengan variabel CAR yang dilihat dari koefisien

yang bernilai positif dari kedua variabel yang sesuai dengan teori yang dijelaskan sebelumnya. Salah satu teori adalah yang dijelaskan oleh Wells, Cox, dan Gaver (1995) bahwa *wealth effect* harus memiliki hubungan yang positif dengan ukuran perusahaan karena semakin besar ukuran suatu perusahaan semakin besar *agency cost* yang muncul.

Sedangkan untuk variabel DA, koefisien yang diperoleh dari penelitian ini berbeda dari yang diharapkan, yang seharusnya *debt ratio* (DA) memiliki hubungan positif dengan CAR. Karena kenaikan hutang tersebut akan mendorong perusahaan untuk mendistribusikan *cashflow* pada masa yang akan datang, dan mengurangi *agency cost* dari *free cash flow* kedepannya.

Gambar 4.1 Hasil Output Histogram *Normality Test* dari Regresi Variabel CAR



Hasil di atas merupakan uji normalitas dari persamaan regresi variabel CAR. Walaupun uji normalitas awal dari masing-masing variabel menunjukkan adanya satu variabel independen yaitu UNDER yang menunjukkan data yang tidak terdistribusi secara normal, namun ketika melakukan tes dari persamaan regresi secara keseluruhan dapat dilihat bahwa persamaan regresi tersebut telah terdistribusi secara

normal. Hal ini ditunjukkan dari nilai probabilita Jarque-Bera yang lebih besar dari 0.05⁴.

Selanjutnya akan diuji pelanggaran asumsi klasik yang mungkin terjadi pada model regresi ini. Pertama yang akan diuji adalah uji multikolinearitas. Berikut adalah tabel *coefficient covariance matrix* antar setiap variabel independen.

Tabel 4.7 Coefficient Covariance Matrix Antar Setiap Variabel Independen

	C	DA	CF	SIZE	FR	UNDER
C	0.027672	0.004836	-0.000611	-0.000983	-0.021337	-0.000272
DA	0.004836	0.004486	0.001807	-0.000249	-0.000665	0.000256
CF	-0.000611	0.001807	0.029832	-0.000140	0.012116	-0.001373
SIZE	-0.000983	-0.000249	-0.000140	3.79E-05	0.000420	1.25E-05
FR	-0.021337	-0.000665	0.012116	0.000420	0.106869	-0.002335
UNDER	-0.000272	0.000256	-0.001373	1.25E-05	-0.002335	0.000909

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

Dapat dilihat dari hasil di atas bahwa tidak ada satupun *coefficient covariance* yang dimiliki setiap variabel independen yang nilainya lebih besar dari 0.5-1. Hal ini menunjukkan bahwa kelima variabel independen tersebut tidak memiliki hubungan antara satu dengan lainnya dan membuktikan bahwa “penyakit” multikolinearitas tidak terdapat pada model regresi ini.

Untuk menguji ada atau tidaknya heterokedastis, digunakan uji *white-test*. Berikut adalah hasil yang dikeluarkan (lihat tabel 4.8):

Angka probabilita dari F-stat menunjukkan angka 0.839582, yang lebih besar dari 0.05. Dengan demikian maka hipotesis H₀ diterima bahwa model tersebut tidak memiliki cukup bukti adanya heterokedastisitas.

⁴ Probabilita lebih besar dari 0.05 berarti menerima H₀ yang menyatakan bahwa error terdistribusi secara normal.

Tabel 4.8 Uji *White-Test*

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.514164	Probability	0.839582	
Obs*R-squared	7.433715	Probability	0.683963	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/09 Time: 07:41				
Sample: 1 19				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003925	0.055339	0.070922	0.9452
DA	-0.009279	0.016339	-0.567860	0.5857
DA^2	0.006909	0.016862	0.409757	0.6927
CF	0.018909	0.022404	0.843990	0.4232
CF^2	-0.045605	0.102270	-0.445927	0.6675
SIZE	-0.000300	0.004408	-0.068128	0.9474
SIZE^2	7.40E-06	8.60E-05	0.086104	0.9335
FR	0.057865	0.042542	1.360189	0.2109
FR^2	-0.362048	0.283542	-1.276875	0.2375
UNDER	0.002853	0.005273	0.541148	0.6031
UNDER^2	-0.002768	0.003149	-0.879034	0.4050
R-squared	0.391248	Mean dependent var	0.001758	
Adjusted R-squared	-0.369692	S.D. dependent var	0.001717	
S.E. of regression	0.002010	Akaike info criterion	-9.288691	
Sum squared resid	3.23E-05	Schwarz criterion	-8.741910	
Log likelihood	99.24256	F-statistic	0.514164	
Durbin-Watson stat	1.400261	Prob(F-statistic)	0.839582	

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

Dan terakhir adalah uji autokorelasi dengan melihat dari angka Durbin-Watson atau menggunakan tes *Lagrange Multiplier*. Jika menggunakan angka DW pada hasil output E-views pada Tabel 4.6, maka dilihat nilai DW sebesar 1.622009. Angka ini terletak diantara 1 dan 2 sehingga tidak bisa begitu saja menyimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi di model ini. Sehingga dibutuhkan tes *Lagrange Multiplier* pada lag 2, dengan hasil output sebagai berikut (lihat tabel 4.9):

Dilihat dari probabilita F-stat sebesar 0.120325 yang lebih besar dari 0.05, maka H0 diterima yang berarti tidak terbukti adanya autokorelasi.

Tabel 4.9 Tes *Lagrange Multiplier*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	2.582960	Probability	0.120325	
Obs*R-squared	6.071569	Probability	0.048037	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/09 Time: 07:53				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.131548	0.182018	0.722720	0.4849
DA	0.006670	0.065218	0.102271	0.9204
CF	0.075878	0.164760	0.460539	0.6541
SIZE	-0.003792	0.006789	-0.558474	0.5877
FR	-0.365090	0.334475	-1.091532	0.2984
UNDER	-0.015566	0.030624	-0.508288	0.6213
RESID(-1)	0.272847	0.297712	0.916479	0.3791
RESID(-2)	-0.729823	0.344948	-2.115749	0.0580
R-squared	0.319556	Mean dependent var	-5.68E-18	
Adjusted R-squared	-0.113453	S.D. dependent var	0.043078	
S.E. of regression	0.045456	Akaike info criterion	-3.048586	
Sum squared resid	0.022729	Schwarz criterion	-2.650928	
Log likelihood	36.96157	F-statistic	0.737989	
Durbin-Watson stat	2.024499	Prob(F-statistic)	0.646202	

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

4.2.2 Tanggal RUPS LB sebagai *Event Date*

Sedangkan dengan menggunakan tanggal RUPS LB⁵, hasil regresi faktor-faktor yang mempengaruhi nilai CAR adalah sebagai berikut (lihat tabel 4.10):

Dari hasil di atas, ada sedikit perbedaan mengenai faktor-faktor yang signifikan mempengaruhi besarnya CAR. Dengan menggunakan tanggal RUPS hanya variabel UNDER yang secara statistik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap CAR, dengan nilai probabilita 0.0088. Berbeda jika kita menggunakan tanggal iklan keterbukaan informasi yang tidak hanya variabel UNDER tapi juga variabel CF yang juga berpengaruh terhadap CAR. Hal ini semakin meyakinkan bahwa alasan sebuah perusahaan untuk melakukan *stock repurchase* adalah karena saham perusahaan yang dirasa *undervalued*.

⁵ *Descriptive statistic* dan uji normalitas menunjukkan hasil tidak jauh berbeda dengan sebelumnya dikarenakan dari dua tanggal *event date*, variabel independen yang berbeda hanyalah variabel UNDER.

Tabel 4.10 Regresi CAR (t_0-t_{+2})

Dependent Variable: CAR				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/09 Time: 07:36				
Sample: 1 20				
Included observations: 20				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.126920	0.325199	0.390284	0.7022
DA	-0.106486	0.125929	-0.845606	0.4120
CF	-0.054595	0.326760	-0.167079	0.8697
SIZE	-0.000582	0.011796	-0.049372	0.9613
FR	-0.290677	0.635008	-0.457753	0.6542
UNDER	-0.166514	0.054719	-3.043089	0.0088
R-squared	0.426260	Mean dependent var		0.001390
Adjusted R-squared	0.221353	S.D. dependent var		0.112239
S.E. of regression	0.099041	Akaike info criterion		-1.543239
Sum squared resid	0.137328	Schwarz criterion		-1.244519
Log likelihood	21.43239	F-statistic		2.080261
Durbin-Watson stat	1.593301	Prob(F-statistic)		0.128802

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

Selanjutnya dilakukan adalah uji multikolinearitas seperti yang dilakukan pada *event date* sebelumnya. Berikut adalah hasilnya:

Tabel 4.11 Coefficient Covariance Matrix Antar Setiap Variabel Independen

	DA	CF	FR	SIZE	UNDER	CAR
DA	0.053828	0.000971	-0.001592	0.354394	-0.036660	0.000576
CF	0.000971	0.005249	-0.000766	0.019891	0.005374	-0.001074
FR	-0.001592	-0.000766	0.001451	-0.028613	0.001925	-0.000514
SIZE	0.354394	0.019891	-0.028613	6.102806	-0.280965	0.012724
UNDER	-0.036660	0.005374	0.001925	-0.280965	0.198268	-0.029800
CAR	0.000576	-0.001074	-0.000514	0.012724	-0.029800	0.011968

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1

Hasil yang didapatkan sama dengan model sebelumnya, yaitu tidak terdapat multikolinearitas di dalam model ini.

Uji kedua yang dilakukan adalah uji heterokedastisitas. Berikut adalah hasilnya:

Tabel 4.12 Uji *White-Test*

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.492936	Probability	0.279211	
Obs*R-squared	12.47786	Probability	0.254347	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/09 Time: 07:43				
Sample: 1 20				
Included observations: 20				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.117006	0.430932	0.271519	0.7921
DA	-0.159103	0.106625	-1.492175	0.1699
DA^2	0.117795	0.117962	0.998581	0.3441
CF	0.031666	0.136056	0.232744	0.8212
CF^2	-0.196935	0.631651	-0.311779	0.7623
SIZE	-0.005713	0.034855	-0.163916	0.8734
SIZE^2	0.000108	0.000680	0.159180	0.8770
FR	0.062479	0.294416	0.212213	0.8367
FR^2	-0.236467	1.904610	-0.124155	0.9039
UNDER	0.046291	0.023496	1.970182	0.0803
UNDER^2	-0.030560	0.013555	-2.254518	0.0506
R-squared	0.623893	Mean dependent var	0.006866	
Adjusted R-squared	0.205996	S.D. dependent var	0.014778	
S.E. of regression	0.013168	Akaike info criterion	-5.520564	
Sum squared resid	0.001561	Schwarz criterion	-4.972911	
Log likelihood	66.20564	F-statistic	1.492936	
Durbin-Watson stat	2.508500	Prob(F-statistic)	0.279211	

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

Dengan probabilita F-stat sebesar 0.279211 yang tidak signifikan pada $\alpha=5\%$, maka H_0 diterima yang berarti tidak cukup membuktikan adanya heterokedastis pada model ini.

Dan terakhir adalah uji autokorelasi. Berikut adalah hasilnya (lihat tabel 4.13):

Dengan probabilita F-stat sebesar 0.548134 yang tidak signifikan pada $\alpha=5\%$, maka H_0 diterima yang berarti tidak cukup membuktikan adanya autokorelasi pada model ini.

Tabel 4.13 Tes *Lagrange Multiplier*

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.632391	Probability	0.548134	
Obs*R-squared	1.906978	Probability	0.385394	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 05/20/09 Time: 07:45				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.355923	0.507542	-0.701269	0.4965
DA	-0.139730	0.179409	-0.778834	0.4512
CF	-0.008408	0.346078	-0.024296	0.9810
SIZE	0.014912	0.019045	0.783031	0.4488
FR	-0.040876	0.715040	-0.057167	0.9554
UNDER	-0.008340	0.056892	-0.146595	0.8859
RESID(-1)	0.314207	0.358087	0.877461	0.3975
RESID(-2)	0.325856	0.424254	0.768067	0.4573
R-squared	0.095349	Mean dependent var	1.53E-17	
Adjusted R-squared	-0.432364	S.D. dependent var	0.085016	
S.E. of regression	0.101749	Akaike info criterion	-1.443445	
Sum squared resid	0.124234	Schwarz criterion	-1.045152	
Log likelihood	22.43445	F-statistic	0.180683	
Durbin-Watson stat	1.830077	Prob(F-statistic)	0.984385	

Sumber: Hasil olahan menggunakan E-views 4.1.

4.3 Perubahan Prediksi Peringkat Obligasi Akibat Pengaruh *Stock Repurchase*

Seperti yang dibahas pada bab sebelumnya, untuk melihat perubahan *rating* obligasi maka digunakan perhitungan menggunakan *Kaplan-Urwitz Model of Debt Rating* dan dibandingkan dengan *actual rating* obligasi bulanan yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo dan PT. Kasnic *Rating* Indonesia (untuk obligasi PT. Humpuss Intermoda) per bulan Desember setiap tahunnya. Berikut adalah hasilnya (lihat tabel 4.14):

Berdasarkan angka perhitungan Kaplan-Urwitz Model, 5 dari 9 sampel menunjukkan penurunan angka tersebut, sedangkan yang lainnya mengalami peningkatan. Tapi hanya 3 dari penurunan angka Kaplan-Urwitz Model yang juga diikuti dengan penurunan prediksi peringkat obligasi yaitu untuk perusahaan PT. Metrodata Electronics (2001), PT. Matahari Putra Prima (2002), dan PT. Berlian Laju Tanker (2006).

Tabel 4.14 Prediksi Peringkat Obligasi dengan Peringkat Aktual

	Nama Perusahaan	Tahun	Nilai Rating	Prediksi Rating	Aktual Rating
1	PT. Metrodata Electronics	2000	4.308755303	A	N/A
		2001	4.947502084	A	idA-
		2002	3.079089689	BBB	idA-
2	PT. Indofood Sukses Makmur	2000	3.173918747	BBB	N/A
		2001	3.747088919	A	idAA+
		2002	3.08312636	BBB	idAA+
3	PT. Matahari Putra Prima	2001	3.355024419	A	N/A
		2002*	3.02801712	BBB	idAA-
			2.973714707	BBB	idAA-
		2003	3.145328452	BBB	idA+
4	PT. Humpuss Intermoda	2003	2.852515629	BBB	N/A
		2004	2.633266663	BBB	A+
		2005	3.15822172	BBB	A+
5	PT. Berlian Laju Tanker	2003	3.577257299	A	idA-
		2004	3.940945052	A	idA
		2005	3.529095543	A	idA
6	PT. Berlian Laju Tanker	2004	3.940945052	A	idA
		2005	3.529095543	A	idA
		2006	4.103465415	A	idA+
7	PT. Telkom	2004	4.211513482	A	idAAA
		2005	4.427237777	A	idAAA
		2006	4.699114708	A	idAAA
8	PT. Berlian Laju Tanker	2005	3.529095543	A	idA
		2006	4.103465415	A	idA+
		2007	3.188904383	BBB	idAA-
9	PT. Kalbe Farma	2006	4.740052426	A	idAA-
		2007	4.855376487	A	idAA
		2008	5.07707114	A	idAA

Sumber: Hasil olahan peneliti.

Keterangan: Tahun yang dicetak tebal adalah tahun pengumuman *stock repurchase*.

*)Perbedaan laporan keuangan perusahaan karena dikonsolidasinya satu anak perusahaan yang bersangkutan.

Sedangkan perusahaan Berlian Laju Tanker (2004) penurunan angka ternyata tidak begitu signifikan sehingga masih di dalam *range* yang sama dengan prediksi tahun sebelumnya yaitu A.

Keempat perusahaan lainnya menunjukkan kenaikan dari angka Kaplan-Urwitz Model. Namun kenaikan ini tidak begitu signifikan sehingga tidak diikuti dengan kenaikan prediksi *rating* obligasi.

Jika dibandingkan dengan *rating* sebenarnya yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo dapat dilihat bahwa *rating* obligasi sebagian besar stabil atau bahkan ada beberapa perusahaan yang mengalami peningkatan *rating* setelah melakukan *stock repurchase* yaitu perusahaan Berlian Laju Tanker (2004, 2005 dan 2006). Sedangkan satu perusahaan yang mengalami penurunan *bond rating* adalah perusahaan Matahari Putra Prima (2002).

Hal ini menunjukkan *expropriation hypothesis* yang menyatakan bahwa pembelian saham kembali dapat menyebabkan terjadinya *wealth transfer* dari pemilik senior sekuritas, seperti saham preferen dan obligasi, kepada pemegang saham dikarenakan pengurangan jumlah *cashflow* yang digunakan untuk membayar bunga dan pokok hutang tidak cukup terbukti pada penelitian ini.

Salah satu kemungkinan terjadinya hal tersebut adalah adanya *bond covenant* atau sebuah pembatasan mengenai pengambilan keputusan manajerial perusahaan yang secara tidak langsung berpengaruh terhadap resiko obligasi perusahaan tersebut. Adanya *bond covenant* ini adalah sebagai perlindungan bagi *bondholder*. Beberapa contoh dari *bond covenant* seperti pembatasan pembayaran kas dividen kepada pemegang saham, membatasi pembelian ataupun penjualan dari aset perusahaan, atau membatasi pendanaan menggunakan hutang perusahaan.

Salah satu contoh nyatanya adalah persyaratan yang diajukan kepada perusahaan Humpuss Intermoda mengenai obligasi yang dikeluarkannya (Obligasi I HITS tahun 2004 Seri A dan B, serta Obligasi Syariah Ijarah I HITS tahun 2004). Berikut adalah persyaratannya:

1. Perusahaan diharuskan untuk mempertahankan rasio-rasio keuangan tertentu seperti rasio hutang berbunga terhadap ekuitas, rasio EBITDA terhadap beban bunga, dll.
2. Memenuhi pembatasan-pembatasan tertentu seperti, dalam hal melakukan peleburan atau penggabungan usaha, pengurangan modal pemberian jaminan, pinjaman, dan investasi, penerbitan obligasi dari pihak lain, dll.
3. Mempertahankan hasil peringkat obligasi minimal A+ dengan syarat apabila obligasi mengalami penurunan dua peringkat perusahaan diharuskan melakukan penarikan bersyarat atas pokok hutang obligasi sebesar 10% per tahun dari pokok obligasi yang terhutang pada saat penurunan peringkat.
4. Mempertahankan dana dalam Rekening Penampungan Dana Pembayaran Obligasi.

Peraturan semacam itulah yang akhirnya dapat menjamin kepentingan para pemegang obligasi. Sehingga dapat dipastikan kegiatan *stock repurchase* perusahaan tidak memberikan dampak negatif terhadap pemegang obligasi. Dan dapat diambil kesimpulan juga bahwa dana yang digunakan untuk pembelian kembali saham perusahaan memang benar-benar dari *free cashflow* yang dimiliki perusahaan bukan dana yang diambil dari cadangan untuk membayar bunga obligasi perusahaan.

Penyebab lain yang mungkin terjadi adalah dari semua sampel yang digunakan, tidak ada satupun sampel obligasi yang bersifat subordinasi⁶. Sehingga resiko untuk terjadinya *default* lebih kecil bila dibandingkan dengan obligasi subordinasi. Pengaruh dari status obligasi ini dapat dilihat dari Kaplan-Urwitz Model yang menggunakan *dummy variable* yang memberi nilai 1 untuk *subordinated bond* dan nilai 0 untuk *unsubordinated bond*. Dengan nilai koefisien yang negatif, maka *subordinated bond* akan mengurangi nilai yang dihasilkan oleh Kaplan-Urwitz Model yang akan merendahkan prediksi peringkat obligasi.

⁶ Obligasi subordinasi adalah obligasi yang pembayarannya dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran obligasi non-subordinasi pada saat perusahaan mengalami *insolvency*. Biasanya obligasi jenis ini ditandai dengan penggunaan kata 'subordinasi' pada nama obligasi tersebut.

Selain itu hal lain yang bisa menjadi alasan penurunan prediksi peringkat obligasi tidak diikuti penurunan *rating* aktual obligasi yang bersangkutan adalah bahwa perusahaan *rating* tidak hanya menganalisis variabel-variabel keuangan perusahaan tapi juga variabel-variabel makro lainnya yang secara tidak langsung memiliki dampak pula terhadap resiko obligasi suatu perusahaan.

PT. Pefindo dalam memberikan peringkat obligasi suatu perusahaan memperhitungkan tiga besar resiko yaitu resiko industri, resiko bisnis, dan resiko keuangan. Baik resiko industri maupun resiko keuangan sama di setiap industri. Resiko industri memperhitungkan stabilitas dan pertumbuhan industri, struktur biaya dan pendapatan, hambatan masuk dan kompetisi di dalam industri tersebut, regulasi dan deregulasi industri, dan *financial profile industry* yang bersangkutan.

Sedangkan hal-hal yang diperhitungkan dalam resiko keuangan adalah kebijakan keuangan perusahaan, profitabilitas, struktur modal, *cashflow protection*, dan *financial flexibility*.

Berbeda dengan pengukuran resiko industri dan resiko keuangan yang menggunakan parameter yang sama di setiap industri, pengukuran resiko bisnis memiliki variabel yang berbeda di masing-masing industri. PT. Pefindo membaginya ke dalam 11 jenis industri yaitu industri otomotif, industri kimia, industri CPO, industri makanan, industri media, industri pertambangan, industri properti, industri retail, industri perkapalan, industri tembakau, dan industri jalan tol.

Atas dasar pengukuran resiko-resiko itulah PT. Pefindo menetapkan *rating* suatu obligasi. Sehingga dapat kita lihat bahwa walaupun secara angka dan prediksi *rating* Kaplan-Urwitz Model mengalami penurunan, tetapi berdasarkan *rating* aktual yang dilihat tetap stabil atau bahkan mengalami peningkatan. Ada kemungkinan walaupun secara resiko keuangan perusahaan tersebut mengalami peningkatan tetapi di sisi lain resiko bisnis dan resiko industri perusahaan tersebut lebih kecil dibandingkan perusahaan lainnya maka kenaikan resiko keuangan akan terdispensasi dengan penurunan resiko industri ataupun bisnisnya sehingga menjadikan peringkat obligasi tersebut stabil.

4.4 Pengaruh *Stock Repurchase* Terhadap *Value* Perusahaan

Seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, perhitungan *value* perusahaan akan menggunakan rumus *market value of equity* ditambah dengan *market value of debt*. Berikut adalah hasil perhitungannya pada saat y_{-1} , y_0 , dan y_{+1} . (Lihat tabel 4.15).

Dari tabel 4.15 dapat dilihat bahwa 18 perusahaan mengalami peningkatan *value* sedangkan 5 perusahaan lain mengalami penurunan pada saat y_{+1} jika dibandingkan dengan y_{-1} . Hal ini menunjukkan bahwa kegiatan *stock repurchase* perusahaan memang dapat meningkatkan *value* perusahaan secara keseluruhan yang sesuai dengan *signalling hypothesis* tanpa diikuti dengan *expropriation hypothesis* yang telah diuji sebelumnya.

Tabel 4.15 Hasil Perhitungan *Value* Perusahaan

No.	Ticker Symbol	Th.	Outstanding Share	MV of Equity	MV of Debt	Value of Firm	MVE per Share
1	MTDL	2000	663,951,391	308,737,396,815	64,025,000,000	372,762,396,815	465
		2001	1,933,075,173	231,969,020,760	36,500,000,000	268,469,020,760	120
		2002	1,990,646,673	228,924,367,395	41,500,000,000	270,424,367,395	115
2	INDF	2000	9,156,000,000	7,095,900,000,000	1,000,000,000,000	8,095,900,000,000	775
		2001	9,030,631,500	5,644,144,687,500	1,000,000,000,000	6,644,144,687,500	625
		2002	8,469,300,000	5,081,580,000,000	1,000,000,000,000	6,081,580,000,000	600
3	MEDC	2000	3,319,089,950	3,319,089,950,000	-	3,319,089,950,000	1,000
		2001	3,143,968,450	4,715,952,675,000	-	4,715,952,675,000	1,500
		2002	3,104,252,950	4,190,741,482,500	-	4,190,741,482,500	1,350
4	HMSP	2001	4,500,000,000	14,400,000,000,000	1,600,000,000,000	16,000,000,000,000	3,200
		2002	4,391,869,500	16,249,917,150,000	1,600,000,000,000	17,849,917,150,000	3,700
		2003	4,391,869,500	19,653,616,012,500	1,600,000,000,000	21,253,616,012,500	4,475
5	MPPA	2001	2,705,994,000	1,177,107,390,000	-	1,177,107,390,000	435
		2002	2,521,760,000	1,260,880,000,000	450,000,000,000	1,710,880,000,000	500
		2003	2,507,410,000	1,316,390,250,000	450,000,000,000	1,766,390,250,000	525
6	TRIM	2002	3,400,000,000	306,000,000,000	-	306,000,000,000	90
		2003	3,449,300,000	327,683,500,000	300,000,000,000	627,683,500,000	95
		2004	3,449,300,000	569,134,500,000	300,000,000,000	869,134,500,000	165
7	HMSP	2002	4,391,869,500	16,249,917,150,000	1,600,000,000,000	17,849,917,150,000	3,700
		2003	4,391,869,500	19,653,616,012,500	1,600,000,000,000	21,253,616,012,500	4,475
		2004	4,383,000,000	29,146,950,000,000	1,070,500,000,000	31,923,350,000,000	6,650
8	RMBA	2003	6,733,125,000	605,981,250,000	-	605,981,250,000	90
		2004	6,480,075,000	712,808,250,000	-	712,808,250,000	110
		2005	6,243,625,000	780,453,125,000	-	780,453,125,000	125
9	ASDM	2003	192,000,000	44,160,000,000	-	44,160,000,000	230
		2004	191,470,000	56,483,650,000	-	56,483,650,000	295
		2005	191,140,000	45,873,600,000	-	45,873,600,000	240
10	BLTA	2003	1,863,237,588	931,618,794,000	200,000,000,000	1,531,618,794,000	500
		2004	4,144,385,476	2,901,069,833,200	200,200,000,000	3,501,349,833,200	700
		2005	3,771,031,436	3,921,872,693,440	317,536,200,000	4,296,408,893,440	1,040
11	BLTA	2004	4,144,385,476	2,901,069,833,200	200,200,000,000	3,501,349,833,200	700
		2005	3,771,031,436	3,921,872,693,440	317,536,200,000	4,296,408,893,440	1,040
		2006	4,008,118,636	6,974,126,426,640	309,400,000,000	7,340,526,426,640	1,740
12	TLKM	2004	20,159,999,280	97,271,996,526,000	1,180,000,000,000	98,451,996,526,000	4,825
		2005	20,159,999,280	118,943,995,752,000	1,031,400,000,000	119,975,395,752,000	5,900
		2006	20,041,622,780	202,420,390,078,000	1,031,400,000,000	203,451,790,078,000	10,100
13	BBCA	2004	12,303,213,500	36,602,060,162,500	-	36,602,060,162,500	2,975
		2005	12,319,101,500	41,884,945,100,000	-	41,884,945,100,000	3,400
		2006	12,282,012,000	63,866,462,400,000	-	63,866,462,400,000	5,200

Tabel 4.15 Hasil Perhitungan *Value* Perusahaan (Lanjutan)

No.	Ticker Symbol	Th.	Outstanding Share	MV of Equity	MV of Debt	Value of Firm	MVE per Share
14	PTRO	2005	102,600,000	718,200,000,000	-	718,200,000,000	7000
		2006	100,860,500	610,206,025,000	-	610,206,025,000	6050
		2007	100,860,500	574,904,850,000	-	574,904,850,000	5700
15	BBCA	2005	12,319,101,500	41,884,945,100,000	-	41,884,945,100,000	3400
		2006	12,282,012,000	63,866,462,400,000	-	63,866,462,400,000	5200
		2007	12,282,012,000	89,658,687,600,000	-	89,658,687,600,000	7300
16	SIIP	2005	1,051,741,063	199,830,801,970	-	199,830,801,970	190
		2006	1,050,881,063	620,019,827,170	-	620,019,827,170	590
		2007	945,101,063	1,890,202,126,000	-	1,890,202,126,000	2000
17	BLTA	2005	3,771,031,436	3,921,872,693,440	317,536,200,000	4,296,408,893,440	1040
		2006	4,008,118,636	6,974,126,426,640	309,400,000,000	7,340,526,426,640	1740
		2007	3,746,659,436	9,928,647,505,400	342,788,000,000	11,229,415,505,400	2650
18	BUMI	2005	19,404,000,000	14,747,040,000,000	-	14,747,040,000,000	760
		2006	18,543,765,500	16,689,388,950,000	-	16,689,388,950,000	900
		2007	17,983,570,012	107,901,420,072,000	-	107,901,420,072,000	6000
19	RMBA	2005	6,243,625,000	842,889,375,000	-	842,889,375,000	135
		2006	6,059,812,500	1,878,541,875,000	-	1,878,541,875,000	310
		2007	6,773,125,000	3,792,950,000,000	1,350,000,000,000	5,142,950,000,000	560
20	CENT	2006	575,112,500	66,137,937,500	-	66,137,937,500	115
		2007	575,112,500	207,040,500,000	-	207,040,500,000	360
		2008	570,793,500	168,384,082,500	-	168,384,082,500	295
21	TLKM	2006	20,041,622,780	202,420,390,078,000	-	202,420,390,078,000	10100
		2007	19,915,258,780	202,139,876,617,000	-	202,139,876,617,000	10150
		2008	19,669,424,780	135,719,030,982,000	-	135,719,030,982,000	6900
22	KLBK	2006	10,156,014,422	12,085,657,162,180	318,855,000,000	12,404,512,162,180	1190
		2007	9,985,259,922	12,581,427,501,720	273,142,600,000	12,854,570,101,720	1260
		2008	9,579,215,922	3,831,686,368,800	259,149,000,000	4,090,835,368,800	400
23	BBCA	2006	12,282,012,000	63,866,462,400,000	-	63,866,462,400,000	5200
		2007	12,282,012,000	89,658,687,600,000	-	89,658,687,600,000	7300
		2008	24,365,243,000	79,187,039,750,000	-	79,187,039,750,000	3250

Keterangan: Tahun yang dicetak tebal adalah tahun *event* RUPS LB.

MVE adalah *Market Value of Equity*.

Signalling hypothesis yang mengatakan bahwa kegiatan *stock repurchase* merupakan pemberitahuan manajer mengenai informasi tentang prospek perusahaan pada masa yang akan datang, dalam hal ini merupakan *value increasing information*, yang tercermin dalam peningkatan harga saham perusahaan, secara langsung akan berdampak pada peningkatan *value* perusahaan. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat dari nilai *market value of equity per share* yang juga sebagian besar mengalami peningkatan.

Sedangkan *expropriation hypothesis* yang menjelaskan adanya *wealth transfer* dari *bondholder* kepada pemegang saham, yang pada penelitian ini dilihat dari perubahan *rating* obligasi, tidak cukup terbukti sehingga tidak menyebabkan *value* perusahaan mengalami penurunan.

Secara keseluruhan, peningkatan *value* perusahaan tersebut menyebabkan pemegang saham yang lebih memilih untuk tidak menjual sahamnya kembali kepada

perusahaan memiliki *gain* yang lebih dibandingkan dengan pemegang saham yang bersedia menjual sahamnya kembali.

Hal tersebut sesuai dengan yang dikatakan oleh Wansley, Lane, dan Sarkar (1989) berhubungan dengan alasan perusahaan melakukan *stock repurchase*. Mereka mengatakan bahwa ketika suatu perusahaan melakukan *stock repurchase* karena menilai bahwa sahamnya *undervalued* maka akan terjadi *wealth transfer* dari *participating stockholder* (pemegang saham yang bersedia menjual sahamnya), kepada *nonparticipating stockholder*.

Untuk lebih memastikan, peneliti melakukan uji statistik dari hasil diatas. Berikut adalah hasil output dari SPSS 11.5:

Tabel 4.16 Paired Sample T-Test dari Value Perusahaan

Paired Samples Statistics					
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Sebelum Stock Repurchase	2.3E+13	23	4.607E+13	9.6E+12
	Sesudah Stock Repurchase	3.4E+13	23	5.438E+13	1.1E+13

Paired Samples Test			
		Pair 1	
		Sebelum Stock Repurchase - Sesudah Stock Repurchase	
Paired Differences	Mean		-10954133637500.0000
	Std. Deviation		33739682756154.29000
	Std. Error Mean		7035210180371.10000
95% Confidence Interval of the Difference	Lower		-25544266557615.0400
	Upper		3635999282615.0390
t			-1.557
df			22
Sig. (2-tailed)			.134

Sumber: Hasil olahan menggunakan SPSS 11.5 for windows.

Dari hasil di atas dapat dilihat bahwa secara statistik tidak ada perbedaan rata-rata *value* perusahaan antara sebelum dan sesudah *stock repurchase* (nilai *p value* yang lebih besar dari 0.05, yaitu 0.134, sehingga hipotesis H_0 diterima). Namun jika dilihat dari rata-rata (*mean*)-nya sebelum dan sesudah *stock repurchase* terjadi peningkatan dari 2.3 E+13 menjadi 3.4 E+13.

