

## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1 Data Penelitian

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan dua tanggal sebagai *event date*, yaitu tanggal pada saat perusahaan mengumumkan rencana pembelian *stock repurchase* sekaligus undangan RUPS LB kepada para pemegang saham melalui surat kabar berskala nasional (iklan keterbukaan informasi) dan juga tanggal pelaksanaan RUPS LB tersebut yang menyetujui rencana *stock repurchase* perusahaan. Hal ini dimaksudkan untuk melihat bagaimanakah pasar bereaksi pada hari-hari disekitar kedua tanggal tersebut.

Informasi mengenai tanggal pemasangan iklan keterbukaan informasi dan tanggal RUPS LB dilaksanakan dapat diperoleh dari catatan laporan keuangan perusahaan pada bagian modal saham, aksi korporasi pada laporan tahunan BAPEPAM untuk melihat perusahaan-perusahaan manakah yang melakukan *stock repurchase* pada tahun tersebut serta data dari emiten yang dimiliki oleh Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) Bursa Efek Indonesia. Selama kurun waktu tujuh tahun, 2001 sampai dengan 2007, didapat 30 pengumuman *stock repurchase*. Selain itu untuk melihat aksi korporasi apa saja yang dilakukan perusahaan selama *event window* menggunakan data yang didapat dari *website* KSEI (PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia).

Untuk melihat pengaruh *stock repurchase* terhadap *stockholder* maka dilihat *abnormal return* dari saham setiap perusahaan. Untuk menghitung *return* pasar digunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai proxy. Data harga saham setiap perusahaan ataupun IHSG yang digunakan adalah harga *adjusted price* saham harian yang didapat dari [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com). Penggunaan *adjusted price* dikarenakan harga ini sudah disesuaikan dengan pembagian dividen serta bila terjadi *stock split*, sehingga merupakan ukuran yang tepat dalam perhitungan *return* suatu saham.

Data keuangan lainnya yang digunakan untuk mengukur faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya nilai CAR (*Cummulative Abnormal Return*), melihat pengaruh *stock repurchase* terhadap *bondholder* yang dihitung dari rasio keuangan yang digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi, dan untuk menghitung *value* perusahaan untuk melihat perbandingan antara *stockholder* yang menjual sahamnya dengan yang tidak, diperoleh juga dari laporan keuangan perusahaan yang ada pada tahun pengumuman ( $y_0$ ), satu tahun sebelum ( $y_{-1}$ ), dan satu tahun sesudahnya ( $y_{+1}$ ). Untuk melengkapi data yang belum tersedia, peneliti menggunakan data yang bersumber dari OSIRIS.

Untuk secara nyata melihat perubahan peringkat obligasi, peneliti menggunakan data peringkat obligasi yang sebagian besar dikeluarkan oleh PT. Pefindo dan PT. Kasnic *Rating* Indonesia sebagai pelengkap data yang kurang. Data ini akan dibandingkan dengan data prediksi peringkat obligasi menggunakan variabel keuangan yang dihasilkan dari penelitian ini.

Data harga obligasi diperoleh dari [www.bisnisindonesia.com](http://www.bisnisindonesia.com) yang menggunakan data WAP per 30 hari yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Surabaya pada tahun 2004.

### 3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2001 sampai 2007. Dari populasi tersebut sampel yang digunakan adalah perusahaan yang melakukan *stock repurchase*. Pada seleksi awal terdapat 30 pengumuman *stock repurchase* yang dilakukan perusahaan. Diantaranya, ada beberapa perusahaan yang melakukan *stock repurchase* lebih dari satu kali pada periode penelitian ini.

Kemudian dari setiap sampel, diperiksa satu persatu *corporate action* yang dilakukan setiap perusahaan pada tanggal-tanggal disekitar *event date* ( $t_0$ ), *event window* ( $t_{-7} - t_{+7}$ ), dan *estimation window* ( $t_{-130} - t_{-30}$ ) untuk menghindari pengaruh dari *event* lain, sesuai dengan ketentuan dalam melakukan *event study*. Hasil akhir didapat pengumuman *stock repurchase* sebanyak 20 sampel untuk *event*

*date* menggunakan tanggal RUPS LB dan 19 sampel untuk *event date* menggunakan tanggal iklan keterbukaan informasi.

Perbedaan jumlah sampel dikarenakan terdapat satu sampel, yaitu tanggal pada saat PT. Surya Inti Permata melakukan *stock repurchase*, yang bila menggunakan tanggal RUPS LB sebagai *event date* dapat masuk sebagai sampel namun bila menggunakan tanggal iklan keterbukaan informasi tidak dapat dijadikan sampel karena terjadi aksi korporasi pada *estimation window*. Perlu diketahui bahwa kedua jenis *event date* memiliki perbedaan sekitar 1 bulan atau 28 hari mengingat peraturan yang dibuat BAPEPAM bagi perusahaan yang akan melakukan *stock repurchase* berkewajiban untuk mengumumkan rencananya tersebut kepada publik sekurang-kurangnya 28 hari sebelum RUPS LB dilakukan.

Jumlah sampel yang sama juga digunakan dalam melihat faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya CAR.

Untuk melihat pengaruh *stock repurchase* terhadap *bondholder*, perlu dilihat perusahaan manakah dari jumlah sampel awal, yaitu sebanyak 30 sampel, yang juga mengeluarkan obligasi yang beredar di pasar. Dari sampel yang ada, hanya didapat 9 sampel perusahaan.

Sedangkan untuk menghitung *value* perusahaan, hanya digunakan 23 sampel karena keterbatasan dari data yang dibutuhkan.

### **3.3 Perumusan Variabel, Teknik Analisis, dan Model Statistik**

#### **3.3.1 Perhitungan *Abnormal Return (AR)* dan *Cumulative Abnormal Return (CAR)***

Dalam melihat pengaruh pengumuman *stock repurchase* terhadap harga saham perusahaan, metode yang digunakan adalah metode *event study*. Menggunakan data pasar, *event study* dapat mengukur pengaruh dari suatu peristiwa terhadap nilai perusahaan. Kegunaan dari *event study* tersebut dapat diperoleh karena didasarkan pada adanya rasionalitas pada pasar sehingga dari sebuah peristiwa akan terefleksikan dengan segera pada harga sekuritas. Beberapa contoh peristiwa yang dapat diteliti adalah *merger* dan akuisisi, *earning announcement*, penerbitan obligasi dan saham

baru, pengumuman dari variabel-variabel makroekonomi seperti defisit perdagangan, dll.

Menurut Mackinley (1997) ada beberapa prosedur yang harus dilakukan dalam menjalankan metode *event study* ini, yaitu:

1. Menentukan *event*-nya dan mengidentifikasi periode selama *event* yang akan diuji atau biasa disebut dengan *event window*. Biasanya *event window* yang ditentukan lebih besar dari periode *event*, sehingga periode di sekitar *event* juga dapat diteliti. Dalam praktiknya, periode yang akan diteliti terdiri dari beberapa hari, paling tidak hari pada saat pengumuman atau hari setelah pengumuman. Hal ini dimaksudkan agar bisa menangkap efek dari suatu *event* yang terjadi setelah pasar modal tutup pada hari pengumuman.
2. Menentukan kriteria-kriteria dari perusahaan yang akan dijadikan objek penelitian. Pada tahap ini, sangat berguna jika membuat ringkasan beberapa karakteristik dari sampel, seperti *market capitalization* perusahaan, dll.
3. Menghitung *abnormal return* perusahaan untuk melihat pengaruh dari sebuah *event*. *Abnormal return* adalah *actual ex post return* selama periode *event window* dikurang dengan *normal return* selama *event window* dari perusahaan yang bersangkutan. *Normal return* ditentukan dari *expected return* tanpa memasukkan pengaruh *event*. Ada dua pilihan yang digunakan untuk menghitung *normal return*, yaitu *constant mean return model* dan *market return model*. *Constant mean return*, seperti namanya, mengasumsikan bahwa *mean return* dari sekuritas adalah tetap sepanjang waktu. Sedangkan *market model* mengasumsikan hubungan linear yang stabil antara *return* pasar dengan *return* sekuritas.

Model apapun yang digunakan, dibutuhkan adanya *estimation window*. Pilihan yang bisa digunakan adalah menggunakan periode sebelum periode *event window*. Sebagai contoh, untuk *event study* yang menggunakan data harian dan *market model*, parameter dari *market model* bisa diestimasi selama 120 hari sebelum waktu *event*. Secara umum periode *event* tidak

dimasukkan ke dalam *estimation period* untuk menghindari pengaruh dari *event* dalam menentukan model untuk *normal return*.

- Selanjutnya adalah menentukan *null hypothesis* dan menentukan teknik untuk menjumlahkan *abnormal return* dari setiap perusahaan.

Berikut adalah *timeline event study* pada penelitian ini:



Dalam penelitian ini, *event date* terdiri dari dua macam peristiwa, yaitu tanggal iklan keterbukaan informasi mengenai rencana *stock repurchase* perusahaan dan tanggal RUPS LB.

*Return* untuk setiap saham  $j$  ( $j=1,2,3,\dots,J$ ) diasumsikan dihitung menggunakan *Market Model*.

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (3.1)$$

dimana  $R_{jt}$  dan  $R_{mt}$  adalah *return* dari saham  $j$  dan *return* pasar (dalam penelitian ini adalah IHSG) pada hari  $t$ ;  $\varepsilon_{jt}$  adalah *unexpected return* dengan rata-rata 0 dan varian  $\sigma_j^2$ . Parameter dari model tersebut diestimasi menggunakan *ordinary least square* (OLS) dengan  $T(=100)$  data *return* saham harian pada *estimation window* yang telah ditentukan sebelumnya, yaitu 100 hari sebelum *event date* ( $t_{-130}-t_{-30}$ ).

Perhitungan *return* actual harian untuk setiap saham adalah:

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}} \quad (3.2)$$

dimana:

$R_{jt}$  = adalah *return* saham  $j$  pada hari  $t$

$P_{jt}$  = adalah harga saham  $j$  pada hari  $t$

$P_{jt-1}$  = adalah harga saham j pada hari  $t-1$

Perhitungan yang sama dilakukan pula pada perhitungan *return* pasar dalam hal ini perhitungan *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Jika  $(\widehat{\alpha}_j, \widehat{\beta}_j, \widehat{\sigma}_j^2)$  adalah hasil estimasi OLS dari  $(\alpha_j, \beta_j, \sigma_j^2)$ , maka abnormal *return* (AR) untuk perusahaan j pada hari t adalah:

$$AR_{jt} = R_{jt} - [\widehat{\alpha}_j + \widehat{\beta}_j R_{mt}] \quad (3.3)$$

Sedangkan *average abnormal return* ( $AAR_{jt}$ ) adalah:

$$AAR_{Nt} = \frac{1}{N} \left[ \sum_{j=1}^N AR_{jt} \right] \quad (3.4)$$

Untuk melihat pengaruh secara keseluruhan dari pengumuman *stock repurchase*, perlu dihitung *cummulative abnormal return* (CAR) untuk setiap perusahaan j selama *event window* (k), yaitu:

$$CAR(k)_j = \sum_{t=-7}^k AR_{jt} \quad k = -7, \dots, +7 \quad (3.5)$$

Dan untuk *average cummulative abnormal return* (ACAR) adalah:

$$ACAR(k) = \frac{1}{N} \left[ \sum_{j=1}^N CAR(k)_j \right] \quad (3.6)$$

#### Pengujian Satu Sampel (*One Sample T Test*)

Uji ini digunakan untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata populasi yang digunakan sebagai pembanding dengan rata-rata sebuah sampel. Dari hasil uji ini diketahui apakah rata-rata populasi yang digunakan sebagai pembanding berbeda

secara signifikan dengan rata-rata sebuah sampel. Jika ada perbedaan, rata-rata manakah yang paling tinggi.

Hipotesis yang akan diuji adalah:

$$1. H_0: AAR = 0$$

$$ACAR = 0$$

Tidak ada perbedaan yang signifikan dari nilai AAR dan CAAR selama *event window*.

$$2. H_1: AAR \neq 0$$

$$ACAR \neq 0$$

Ada perbedaan yang signifikan dari nilai AAR dan CAAR selama *event window*.

Kriteria pengujian menggunakan *p value* adalah:

*p value* > 0.05 : H<sub>0</sub> diterima

*p value* < 0.05 : H<sub>0</sub> ditolak, jika menggunakan  $\alpha = 5\%$

atau

*p value* > 0.1 : H<sub>0</sub> diterima

*p value* < 0.1 : H<sub>0</sub> ditolak, jika menggunakan  $\alpha = 10\%$

### 3.3.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Besarnya CAR

Untuk melihat faktor-faktor manakah yang secara signifikan dapat mempengaruhi besarnya CAR adalah dengan menggunakan model regresi linear berganda antara *cumulative abnormal return* dengan beberapa variabel karakteristik perusahaan.

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 D/A_i + \beta_2 CF_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 FR_i + \beta_5 UNDER_D + \varepsilon_i \quad (3.7)$$

dimana untuk setiap perusahaan *i*: CAR adalah *cummulatif abnormal return* selama 3 hari di sepanjang *event window* ( $t_0$  sampai  $t_{+2}$ ), D/A adalah rasio total kewajiban

terhadap total aset pada tahun sebelum tahun pengumuman *stock repurchase* ( $y_{-1}$ ), CF adalah rasio arus kas dari aktivitas operasi terhadap total aset pada tahun sebelum pengumuman *stock repurchase* ( $y_{-1}$ ), SIZE adalah logaritma natural *book value* dari total aset pada tahun sebelum pengumuman *stock repurchase* ( $y_{-1}$ ), FR adalah maksimum jumlah saham yang dibeli kembali terhadap jumlah saham yang beredar, dan UNDER adalah kumulatif dari kelebihan *return* saham perusahaan terhadap *return* IHSG selama 100 hari sebelum tanggal pengumuman *stock repurchase* ( $t_{-125}$  sampai  $t_{-25}$ ).

Dalam pembentukan model regresi linear ada beberapa uji statistika yang dilakukan agar model tersebut bersifat BLUE. BLUE merupakan akronim dari:

1. 'Best', estimator OLS dari  $\hat{\beta}$  memiliki varian minimum.
2. 'Linear',  $\hat{\alpha}$  dan  $\hat{\beta}$  estimator yang bersifat linear yang berarti formula untuk  $\hat{\alpha}$  dan  $\hat{\beta}$  adalah kombinasi linear dari variabel *random*.
3. 'Unbiased', secara rata-rata nilai  $\hat{\alpha}$  dan  $\hat{\beta}$  akan sama dengan nilai sesungguhnya.
4. 'Estimator',  $\hat{\alpha}$  dan  $\hat{\beta}$  adalah estimator nilai sebenarnya dari  $\alpha$  dan  $\beta$ .

Suatu model dikatakan bersifat BLUE jika memenuhi asumsi klasik pada model regresi linear (*Classical Linear Regression Model* "CLRM"), yaitu:

1.  $E(U_t) = 0$  Error pada model memiliki rata-rata (*mean*) nol.
2.  $\text{Var}(U_t) = \sigma^2$  Varian dari error selalu konstan terhadap waktu : Homokedastisitas.
3.  $\text{Cov}(U_t, U_{t-1}) = 0$  Error dari waktu ke waktu saling independen. Tidak ada korelasi antar error pada waktu  $t$  terhadap waktu  $t-k$ .
4.  $\text{Cov}(U_t, X_t) = 0$  Antara error dengan variabel  $X$  tidak ada hubungan.
5.  $U_t \sim N(0, \sigma^2)$  Error terdistribusi secara normal.



Tidak terpenuhinya asumsi klasik pada suatu model regresi menyebabkan model tersebut memiliki beberapa “penyakit” yang berakibat pada ketidaktepatannya dalam memperlihatkan pengaruh suatu variabel independen terhadap variabel dependen. Untuk itu perlu diuji ada atau tidaknya penyimpangan dari asumsi klasik tersebut.

#### Uji Penyimpangan Asumsi Klasik

##### 1. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik multikolinearitas, yaitu adanya hubungan linear antar variabel independen dalam model regresi. Salah satu cara mudah yang digunakan untuk melihat ada atau tidaknya multikolinearitas adalah dengan melihat koefisien korelasi antar setiap variabel independen. Tidak adanya multikolinearitas merupakan salah satu syarat yang harus dipenuhi dalam suatu model regresi.

##### 2. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heterokedastisitas, yaitu adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi atau  $Var(U_t) \neq \sigma^2$ . Tidak adanya heterokedastisitas juga merupakan syarat yang harus dipenuhi oleh suatu model regresi. Metode yang bisa dilakukan adalah dengan menggunakan *white test* dengan hipotesis:

H<sub>0</sub> : tidak ada heterokedastisitas

H<sub>1</sub> : ada heterokedastisitas

##### 3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi, yaitu korelasi yang terjadi antara

residual dengan pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi atau *correlation* ( $U_t, U_{t-1}$ )  $\neq 0$ . Syarat yang harus dipenuhi adalah tidak adanya autokorelasi pada model regresi. Metode yang bisa dilakukan untuk pengujian ini adalah dengan uji Durbin-Watson (DW) dengan ketentuan:

Jika korelasi = 0, maka DW = 2

Jika korelasi = 1, maka DW = 0

Jika korelasi = -1, maka DW = 4

Metode lain yang bisa digunakan adalah menggunakan *Lagrange Multiplier (LM) Test* dengan hipotesis:

H0 : tidak ada autokorelasi

H1 : ada ada autokorelasi

Persamaan regresi CAR dengan faktor-faktor yang mempengaruhinya akan diuji dengan hipotesis sebagai berikut:

1. Pembuktian *free cashflow* atau *agency theory*

$$H0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$$

*Debt ratio*, *cashflow*, dan *size* perusahaan tidak mempengaruhi besarnya CAR secara signifikan.

$$H1: \beta_1 \neq 0, \beta_2 \neq 0, \beta_3 \neq 0$$

*Debt ratio*, *cashflow*, *size* perusahaan mempengaruhi besarnya CAR secara signifikan.

2. Pembuktian *signalling theory*

$$H0 : \beta_4 = \beta_5 = 0$$

Jumlah maksimal saham yang akan dibeli kembali perusahaan dan *undervaluation variable* tidak mempengaruhi besarnya CAR secara signifikan.

$$H_0 : \beta_4 \neq, \beta_5 \neq 0$$

Jumlah maksimal saham yang akan dibeli kembali perusahaan dan *undervaluation variable* mempengaruhi besarnya CAR secara signifikan.

### 3.3.3 Pengaruh *Stock Repurchase* Terhadap Peringkat Obligasi

Untuk melihat perubahan peringkat obligasi perusahaan, pada saat sebelum dan sesudah *stock repurchase*, digunakan *Kaplan-Urwitz Models of Debt Rating*. Model ini memiliki dua bentuk model. Pada penelitian ini, peneliti hanya akan menggunakan Model 1 dari *Kaplan-Urwitz Models of Debt Rating*. Model 1 ini memiliki kemampuan lebih dalam menjelaskan variasi dari peringkat obligasi. Model 1 ini juga memasukkan beberapa faktor yang didapat dari data pasar modal dimana tidak semua perusahaan memiliki data tersebut. Sedangkan Model 2 hanya dibentuk berdasarkan faktor-faktor yang didapat dari data laporan keuangan perusahaan. (Lihat tabel 3.1).

Jika nilai dari model diubah ke dalam peringkat obligasi maka ketentuannya adalah sebagai berikut:

Jika Nilai > 6.76 prediksi AAA

Nilai > 5.19 prediksi AA

Nilai > 3.28 prediksi A

Nilai > 1.57 prediksi BBB

Nilai < 0.00 prediksi BB

Model 1 jika dituliskan dalam suatu persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$DR = 5.67 + 0.0010TA - 2.36SD - 2.85LEV - 0.87BETA + 5.13NI \\ - 2.90 STDEV + 0.007INT$$

(3.8)

Dimana:

- DR = Prediksi peringkat obligasi atau *debt rating*
- TA = Logaritma natural dari total aset
- SD = Status obligasi perusahaan yang bersangkutan menggunakan *dummy variable* dengan I = subordinasi; 0 = bukan subordinasi
- LEV = Rasio hutang jangka panjang terhadap total aset
- BETA = *Beta market model*
- NI = Rasio *net income* terhadap total aset
- STDEV = Standar deviasi residual dari *market model*
- INT = *Interest coverage* atau rasio EBIT terhadap beban bunga (*interest expense*).

### 3.3.4 Perhitungan *Value* Perusahaan Sebagai Akibat Adanya *Stock Repurchase*

Dalam menghitung *value* perusahaan terdapat berbagai macam cara. Salah satunya yang dijelaskan oleh Ramesh K.S Rao dalam bukunya yang berjudul *Financial Management*. Rao (1995) menyebutkan:

*In a claim definition of firm value, the market value of firm, V, is the market value of the claims against the assets. Thus,*

$$V = D + E$$

*where D and E are the market values of the debt and equitu respectively. In an assets definition of firm value, the firm market value is the value of the firm's total assets.*  
(p.28)

Atas dasar penjelasan tersebut, maka peneliti akan menggunakan rumus berikut dalam perhitungan *value* perusahaan.

$$\text{Value of firm} = \text{Market value of equity} + \text{Market value of debt} \quad (3.9)$$

**Tabel 3.1**  
**Kaplan-Urwitz Model of Debt Rating (Perbandingan Model 1 dan Model 2)**

<i>Firm or debt characteristic</i>	<i>Variable reflecting characteristic</i>	<i>Coefficient</i>	
		Model 1	Model 2
	<i>Model intercept</i>	5.67	4.41
<i>Firm Size</i>	<i>Total Assets</i>	0.0010	0.0013
<i>Subordination status of debt</i>	<i>1=subordinated; 0=unsubordinated</i>	-2.36	-2.56
<i>Leverage</i>	<i>Long-term debt to total assets</i>	-2.85	-2.72
<i>Systematic risk</i>	<i>Market model beta, indicating sensitivity of stock price to market-wide movements(1=average)</i>	-0.87	-
<i>Profitability</i>	<i>Net income to total assets</i>	5.13	6.40
<i>Unsystematic risk</i>	<i>Standard deviation of residual from market model (average=0.10)</i>	-2.90	-
<i>Riskiness of profit stream</i>	<i>Coefficient of variation in net income over five-years (standard deviation/mean)</i>	-	-0.53
<i>Interest coverage</i>	<i>Pretax Funs flow before interest to interest expense</i>	0.007	0.006

Keterangan: *Market model* distimasi dengan melakukan regresi *return* saham pada *market index*, menggunakan data bulanan lima tahun sebelumnya.

dimana *market value of equity* adalah *closing price* akhir tahun dikali dengan jumlah saham yang beredar sedangkan *market value of debt* adalah harga transaksi akhir obligasi perusahaan<sup>1</sup> pada setiap akhir tahun, apakah obligasi tersebut dijual pada *discount* atau *premium*.

Untuk perusahaan yang tidak mengeluarkan obligasi maka nilai *market value of debt*-nya adalah nol. Selain itu karena harga pasar obligasi di Indonesia sebelum tahun 2004 tidak tercatat pada bursa<sup>2</sup>, maka *market value of debt* dari obligasi perusahaan sebelum tahun 2004 diasumsikan sama dengan nilai nominalnya.

#### Pengujian Dua Sampel Berpasangan (*Paired Sample T-Test*)

Untuk mengetahui apakah secara signifikan terjadi perubahan *value* perusahaan sebelum ( $y_{-1}$ ) dan sesudah *stock repurchase* ( $y_{+1}$ ) maka digunakan *paired sample t-test*. Uji ini digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan rata-rata antara dua kelompok sampel yang berpasangan (berhubungan).

Hipotesis yang akan diuji adalah:

H0 : Tidak ada perbedaan antara rata-rata *value* perusahaan sebelum dan sesudah *stock repurchase*.

H1 : Ada perbedaan antara rata-rata *value* perusahaan sebelum dan sesudah *stock repurchase*.

Dengan tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  ( $\alpha=10\%$ ), maka H0 akan diterima jika *p value* lebih kecil dari 0.05 (0.1) atau H0 akan ditolak jika *p value* lebih besar dari 0.05 (0.1).

<sup>1</sup>Tidak tersedianya data harga obligasi perusahaan pada periode tahun 2004-2006 peneliti menggunakan data acuan lain berupa *Weighted Average Price* (WAP) selama 30 hari yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Surabaya pada periode tersebut.

<sup>2</sup> Karena pasar obligasi merupakan jenis pasar *over the counter*. Selain itu, Bursa Efek Surabaya (saat ini telah *merger* dengan BEJ menjadi BEI) baru mengeluarkan harga referensi obligasi korporasi pada bulan Juli 2004. Harga tersebut berupa *Weighted Average Price* (WAP) selama 7, 14 dan 30 hari.