

ANALISIS PERBEDAAN *ABNORMAL RETURN* DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH PENGUMUMAN PEMBELIAN KEMBALI SAHAM (*BUYBACK*) PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Afni Eliana Saragih

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman buyback pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013. Pengumuman buyback sebagai salah satu aksi korporasi emiten merupakan salah satu informasi yang penting bagi investor. Reaksi investor atas pengumuman aksi korporasi tersebut dapat dilihat dari perubahan harga yang ditunjukkan oleh *abnormal return* dan volume perdagangan yang ditunjukkan dengan *trading volume activity* (TVA). Penelitian ini berbasis event study dengan pengumuman buyback sebagai event yang diteliti. Metode pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dan diperoleh 54 sampel penelitian dari 74 populasi. Uji hipotesis dilakukan dengan uji beda paired sample t-test. Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan nilai t hitung 1,032 dengan signifikansi 0,079 disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* pada level 1%. Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan nilai t hitung -0,094 dengan signifikansi 0,000 disimpulkan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*. Hasil penelitian ini mengkonfirmasi bahwa terjadi *undervalued* sebelum pengumuman *buyback*. Harga saham yang dinilai terlalu rendah oleh pasar meningkat setelah pengumuman *buyback* dipublikasikan. Dengan demikian informasi rencana pembelian kembali saham (*buyback*) diterima oleh pasar dan dipandang sebagai *good news* ditandai dengan adanya perubahan harga saham yang ditunjukkan melalui *abnormal return* dan volume perdagangan.

Kata kunci: *Buyback*, *Abnormal Return*, *Volume Perdagangan*

PENDAHULUAN

Peranan pasar modal dirasakan semakin penting bagi perekonomian di berbagai negara, termasuk di Indonesia. Pasar modal menyediakan fasilitas atau sebagai tempat mempertemukan pihak yang memiliki dana atau yang sering disebut investor dengan pihak yang membutuhkan dana yaitu perusahaan. Sebagai imbal jasa atas dana yang ditempatkan investor dalam perusahaan, investor akan menerima sejumlah kekayaan yang disebut dengan *return*. Return yang diharapkan investor dapat berupa dividen maupun *capital gain*. Dividen merupakan bagian keuntungan yang dihasilkan perusahaan yang ditetapkan untuk dibagikan kepada pemegang

saham, sedangkan *capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh investor pada saat menjual saham yang dimilikinya, berupa selisih antara harga jual dan harga beli saham tersebut. Informasi tertentu dapat mempengaruhi naik turunnya harga saham di pasar, yang akan mempengaruhi *capital gain* yang akan diperoleh investor. Oleh sebab itu investor akan memperhatikan informasi-informasi tertentu yang mempengaruhi pergerakan harga saham.

Informasi bahwa perusahaan akan melakukan *buyback* saham merupakan salah satu faktor yang akan mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham. *Buyback* saham merupakan aksi korporasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan membeli kembali saham yang beredar di pasar. Reaksi pasar modal terhadap kandungan informasi dalam suatu peristiwa tersebut dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return* yang merupakan selisih antara return realisasi dengan return yang diekspektasikan oleh investor (Jogiyanto, 2012). Selain menggunakan *abnormal return*, reaksi pasar terhadap informasi juga dapat dilihat melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar (*Trading Volume Activity*) (Foster, 1986).

Vermaelen (1981) menyatakan bahwa membeli kembali saham yang beredar merupakan sinyal yang diberikan manager bahwa harga saham perusahaan dinilai terlalu rendah (*undervalued*) oleh pasar. Dixon et al., (2008) juga mengungkapkan bahwa pembelian kembali saham dilakukan untuk menyampaikan pandangan manajer bahwa saham sedang *undervalued*, khususnya jika manajer mengetahui informasi yang menguntungkan (prospek baik perusahaan di masa mendatang) tetapi tidak diketahui oleh pasar. Ikenberry dan Vermaelen (1996) menemukan bahwa pengumuman *buyback* saham merupakan sebuah pilihan kebijakan untuk membawa harga pasar ke nilai perusahaan yang sebenarnya. Asquith dan Mullins (1986) juga mendukung bahwa pengumuman *buyback* merupakan sebuah alat komunikasi yang efektif untuk menyampaikan informasi kepada pemegang saham.

Motivasi perusahaan memilih kebijakan *buyback* dapat dijelaskan oleh beberapa faktor. Salah satu literatur yang ada (Lee et al., 2010) menjelaskan bahwa motivasi perusahaan melakukan *buyback* saham termasuk maksud manager untuk memberikan sinyal ke pasar bahwa saham sedang *undervalued* dalam rangka menghindari pengambilalihan (*takeover*) dan mendistribusikan *excess cash* ketika tidak ada pilihan investasi yang menguntungkan. Manajer merilis informasi melalui *buyback* saham dan pasar akan menangkap informasi tersebut secara positif

sehingga harga saham akan naik. Jika harga saham sedang *undervalued*, akan rentan untuk diambil alih oleh perusahaan lain. Manajer dapat memutuskan untuk melakukan *buyback* saham sehingga harga saham akan terkoreksi ke level yang sebenarnya dan manajer akan terhindar dari pengambilalihan oleh pihak lain.

Penelitian terkait pengumuman *buyback* merupakan penelitian yang sedang berkembang. Di United States aksi korporasi *buyback* saham telah menjadi suatu kebijakan yang populer sekitar 20 tahun terakhir ini. Banyak perusahaan mengubah kebijakan atas arus kas yang dimilikinya dari program pembagian dividen menjadi *buyback* (Allen dan Michaely 2002). Program *buyback* saham telah menjadi salah satu strategi pengelolaan arus kas yang penting bagi perusahaan (Lee et al., 2005). Selama satu dekade perusahaan publik yang ada di United States memilih mendistribusikan arus kas bebasnya melalui pembagian dividen kepada pemegang saham meskipun harus menanggung pajak yang dibebankan atas dividen tersebut. Namun demikian beberapa peneliti seperti Lee et al. (2005), Lee et al. (2010) dan Haw et al. (2011) menunjukkan kondisi ini berubah secara signifikan dan menarik perhatian baik akademisi maupun praktisi.

Di United States, pergeseran kebijakan tersebut terjadi setelah *Securities and Exchange Commission* (SEC) mengeluarkan peraturan terkait *buyback* di pasar modal. Peraturan SEC no 10b-18 tahun 1982 memberi ruang bagi perusahaan untuk melakukan *buyback* (Thomsen 2013). Tidak hanya di U.S, peningkatan pengaplikasian kebijakan *buyback* juga terjadi di negara-negara lain. *Buyback* meningkat di Singapura setelah peraturan tentang perusahaan no 76 (*Companies Act Section 76*) diamandemen pada tanggal 18 November 1998, yang mengizinkan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Singapura melakukan pembelian kembali atas saham mereka. Hal yang sama juga terjadi di negara-negara lain. Jumlah perusahaan yang melakukan *buyback* meningkat setelah pemerintah melakukan amandemen terhadap peraturan terkait *buyback* di Malaysia pada tahun 1997 (Chua 2010).

Beberapa penelitian juga melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan di *United States* telah menyalurkan jumlah dana yang lebih besar dalam bentuk *buyback* saham dibandingkan dalam bentuk dividen dalam dua dekade terakhir ini (Skinner 2008 dalam Haw et al., (2010). Kebijakan *buyback* saham juga semakin dikenal dan diaplikasikan oleh negara-negara lain. Haw et al. (2010) menganalisis perusahaan-perusahaan yang melakukan *buyback* saham di seluruh dunia mulai tahun 1998 hingga 2004.

Ditemukan bahwa kebijakan *buyback* saham juga semakin populer di negara-negara lain.

Di Indonesia, perusahaan dapat melakukan *buyback* saham dengan mengacu pada Peraturan Bapepam-LK XI.B.2 tentang *Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan Oleh Emiten atau Perusahaan Publik* dan Peraturan Bapepam-LK XI.B.3/Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor: 2/POJK.04/2013 tentang *Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik dalam Kondisi Pasar yang Berpotensi Krisis (berfluktuasi secara signifikan)*. Emiten atau perusahaan publik melakukan pembelian kembali saham yang telah diterbitkan, baik melalui bursa efek maupun *over the counter*, dengan tujuan antara lain untuk meningkatkan likuiditas saham, memperoleh keuntungan dengan menjual kembali saham yang telah dibeli setelah harga mengalami kenaikan, atau untuk mengurangi modal disetor. Aksi korporasi ini wajib mengikuti ketentuan dalam Peraturan Bapepam-LK XI.B.2 yang antara lain mewajibkan adanya persetujuan pemegang saham.

Menghadapi kondisi pasar yang tidak selalu konsisten positif, Bapepam telah mengambil langkah dengan mengizinkan perusahaan membeli kembali saham yang beredar dengan berpedoman pada peraturan yang telah disebutkan di atas. Diharapkan likuiditas saham akan meningkat, harga saham dan volume perdagangan akan kembali stabil. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa hasilnya tidak selalu positif (Jagannathan, Stephens dan Weisbach, 2000 dan Paulsen, 2011). Oleh sebab itu penelitian terkait pembelian kembali saham penting untuk dilakukan, untuk melihat apakah kebijakan ini dapat meningkatkan harga saham dan volume perdagangan saham. Selain itu, banyak penelitian tersebut di atas hanya terkonsentrasi pada pasar modal asing seperti di United States, Taiwan, dan Korea. Penelitian ini akan dilakukan di Indonesia dengan karakteristik pasar modal yang berbeda.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

1. Telaah Teori

a. *Efficient Market Hypothesis*

Secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit bagi para investor untuk memperoleh tingkat keuntungan di

atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Tingkat keuntungan di atas normal diperoleh apabila tingkat keuntungan yang direalisasi lebih tinggi dibandingkan tingkat keuntungan ekuilibrium. Efisiensi dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisiensi secara informasi (Husnan, 2005).

Persaingan antar analis investasi akan membuat pasar sekuritas setiap saat menunjukkan harga yang sebenarnya. Foster (1986) menjelaskan bahwa adanya jumlah analis keuangan yang banyak dan persaingan antar mereka, akan membuat harga sekuritas wajar dan mencerminkan semua informasi yang relevan. Nilai sebenarnya yang dimaksud adalah harga keseimbangan yang mencerminkan semua informasi yang tersedia bagi para investor pada suatu titik waktu tertentu. Kondisi ini didefinisikan sebagai pasar modal yang efisien.

Pada pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agrerat. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Harga ekulibrium ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lain mengubahnya kembali ke harga ekuilibrium baru.

Jika pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Dengan demikian terdapat hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan tentang keadaan ekuilibrium dengan konsep pasar efisien yang mencoba menjelaskan bagaimana pasar memproses informasi untuk menuju ke posisi ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar yang demikian disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*Informationally Efficient Market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia (Jogiyanto, 2012).

b. Teori Sinyal

Secara umum, sinyal diartikan sebagai isyarat yang dilakukan oleh perusahaan yaitu manajer kepada pihak lain yang di luar perusahaan seperti investor dan pemangku kepentingan lainnya. Sinyal ini dimaksudkan untuk menyiratkan sesuatu dengan harapan penilaian pasar atau pihak eksternal akan perusahaan akan berubah. Artinya sinyal yang dipilih harus

mengandung informasi agar mampu mengubah penilaian pihak eksternal terhadap perusahaan (Gumanti, 2009).

Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai *sinyal* baik (*good news*) atau *sinyal* buruk (*bad news*). Hasil dari interpretasi informasi inilah nantinya yang akan mempengaruhi permintaan dan penawaran dari investor. Jika banyak investor berpandangan pesimis akibat *bad news* dari informasi yang diterima, maka ia akan mengurangi jumlah pembelian yang terjadi dan akan menambah penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong turun. Sebaliknya jika investor memandang optimis akibat *good news* dari informasi yang diterima, maka ia akan menambah jumlah pembelian yang terjadi dan akan menurunkan penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong naik (Sharpe, Alexander dan Bailey, 2005 dalam Yanti 2012).

Dalam penelitiannya, Baker et al., 2003 menuliskan bahwa dasar teori sinyal adalah kondisi di mana manajer memiliki informasi yang lebih akurat akan nilai wajar perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham. Asimetri informasi antara pemegang saham dengan manajer memungkinkan harga saham tidak menggambarkan nilai wajar perusahaan yang sebenarnya karena pemegang saham hanya memiliki akses terhadap informasi yang tersedia di publik. Membeli kembali saham yang beredar dapat memberikan sinyal bahwa harga saham di pasar saat ini lebih rendah dibandingkan nilai intrinsik perusahaan. Menurut teori sinyal, perusahaan melakukan pembelian kembali saham yang beredar bermaksud untuk menyampaikan informasi yang positif akan prospek perusahaan di masa mendatang. Teori sinyal ini juga bermaksud untuk menyampaikan ketidaksetujuan manajer dengan harga saham perusahaan yang dinilai terlalu rendah di pasar. Banyak hasil penelitian menunjukkan bahwa harga saham akan naik ketika perusahaan melakukan pembelian kembali saham yang beredar.

Teori sinyal juga menjelaskan mengapa manajer mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal, karena terdapat asimetri informasi antara manajer dengan stakeholder yang ada di luar perusahaan. Manajer sebagai agen mengetahui lebih banyak informasi mengenai perusahaan dan prospek perusahaan di masa yang

akan datang dibandingkan dengan stakeholder (investor, kreditor, pemerintah). Kurangnya informasi perusahaan menyebabkan stakeholder melindungi diri dengan memberikan harga yang rendah terhadap saham perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan harga saham tersebut dengan mengurangi asimetri informasi. Salah satu cara yang dapat dilakukan oleh manajer adalah dengan memberikan sinyal kepada stakeholder. Informasi laporan keuangan yang dapat dipercaya akan mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini merupakan salah satu cara memberikan sinyal kepada stakeholder (Boudry et al. 2013).

Asquith dan Mullins (1986) mengidentifikasi adanya *abnormal return* yang positif sehubungan dengan pengumuman *buyback* saham. Harga saham akan meningkat di sekitar pengumuman, sesuai dengan asimetri informasi atau *signaling hypothesis*, yang menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan *buyback* ketika manajer memiliki informasi privat (*private information*) yaitu harga saham dinilai terlalu rendah oleh pasar. Pengumuman *buyback* memberikan sinyal bahwa manajer mengetahui bahwa harga saham perusahaan sedang *undervalued*, sehingga harga saham akan naik setelah pengumuman ini dirilis. Selain itu pengumuman *buyback* dapat mengarahkan pada redistribusi kekayaan dari pemegang saham yang tidak memiliki informasi kepada pemegang saham yang memiliki informasi. Karena untuk mengumpulkan informasi membutuhkan biaya, hanya pemegang saham yang memiliki informasi yang akan mendapatkan *abnormal return*. Pemegang saham yang tidak memiliki informasi akan menjual sahamnya ketika harga saham sedang turun dan sebaliknya akan membeli kembali ketika harga sudah mulai naik (Jagannathan, Stephens dan Weisbach, 1998).

c. Pembelian Kembali Saham/ *Buyback*

Buyback saham atau pembelian kembali saham atau yang biasa dikenal dengan *buyback stock* adalah tindakan yang dilakukan oleh emiten maupun perusahaan publik untuk membeli kembali saham yang telah ditawarkan kepada masyarakat baik melalui bursa maupun di luar bursa. Maksud dan tujuan dari pelaksanaan aksi korporasi ini antara lain adalah untuk meningkatkan likuiditas saham, memperoleh keuntungan dengan menjual kembali setelah harga mengalami kenaikan atau sebagai langkah untuk mengurangi modal disetor (*Annual Report BAPEPAM-LK*, 2008).

Pada dasarnya manajemen mempertimbangkan faktor-faktor ekonomi maupun faktor yang umum sebelum melakukan *buyback*. Hal yang

umumnya dipertimbangkan manajemen adalah, *buyback* akan meningkatkan *earning per share* perusahaan. Para ahli ekonomi berpendapat bahwa manajer melakukan *buyback* memberikan “sinyal” bahwa manajer optimis akan laba dan arus kas perusahaan akan meningkat di masa depan. Menurut Grullon dan Ikenberry (2000), faktor ekonomi yang mempengaruhi manajemen dalam melakukan *buyback* dapat dijelaskan oleh beberapa hal berikut:

a. *Cash Flow Signaling*

Melakukan program *buyback* saham artinya manajer sedang memberikan sinyal ke pasar bahwa perusahaan akan memiliki prospek yang baik di masa mendatang. Dengan melakukan *buyback* saham, maka fleksibilitas manajer akan arus kas perusahaan akan semakin dibatasi. Namun jika manajer berani mengumumkan akan membeli kembali saham yang beredar berarti manajer sedang yakin bahwa kebutuhan dana perusahaan akan tetap tersedia dari laba yang akan diperoleh di masa mendatang.

b. *Market Undervaluation*

Asimetri informasi menyatakan bahwa manajemen memiliki informasi yang lebih tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham. Asimetri informasi memungkinkan manajemen mengetahui informasi yang baik tentang profitabilitas perusahaan di masa depan, namun pasar tidak mampu menangkap informasi tersebut sehingga saham perusahaan mengalami *undervalued*. *Undervalued* artinya harga saham perusahaan di pasar lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsik saham tersebut. Dengan demikian manajer memberikan sinyal bahwa manajer optimis bahwa laba perusahaan akan meningkat di masa depan melalui program *buyback*. Manajer berani mengeluarkan dana yang dimiliki perusahaan saat ini karena manajer yakin bahwa kebutuhan perusahaan dapat dipenuhi dari peningkatan laba yang akan diperoleh di masa depan. Perusahaan yang mengalami kerugian tidak akan berani untuk melakukan *buyback* karena distribusi kas kepada pemegang saham tidak hanya menghentikan perusahaan dari investasi yang mungkin menguntungkan namun juga memungkinkan perusahaan mengalami masalah keuangan.

c. *Agency Costs of Free Cash Flows*

Seiring dengan berkurangnya kontrol pemegang saham atas perusahaan ketika menempatkan manajer sebagai wakilnya untuk mengelola perusahaan, maka ada kemungkinan manajer bertindak demi

kepentingannya sendiri (teori agensi). Terdapat kemungkinan di mana manajer mengalokasikan dana yang diinvestasikan pemegang saham pada aktivitas yang tidak menguntungkan. Perusahaan yang memiliki kas dalam jumlah besar memiliki risiko *overinvesting*, atau berinvestasi pada aktivitas yang tidak produktif. *Free cash flow hypothesis* menyebutkan bahwa pengumuman *buyback* dipandang sebagai berita baik karena mengurangi kesempatan manajer menggunakan kas yang dimiliki perusahaan untuk aktivitas-aktivitas yang tidak menguntungkan pemegang saham. Selain itu, manajer akan berusaha untuk menyediakan dana untuk kemungkinan investasi baru di masa mendatang.

d. *Capital Market Allocation*

Idealnya, investasi yang menambah nilai akan memperoleh pendanaan yang baru untuk memaksimalkan kekayaan secara ekonomi. Namun demikian pengalokasian dana secara efisien sulit untuk dicapai karena ketidaksempurnaan pasar (*market imperfections*) misalnya seperti adanya asimetri informasi. Dasar pemikiran dana dialokasikan pada pasar terbuka adalah bahwa perusahaan seharusnya mengembalikan dana yang diinvestasikan investor ketika tidak ada kesempatan investasi baru yang menarik. Dengan demikian investor bebas menggunakan dana tersebut untuk dialokasikan pada perusahaan lain yang dianggap menguntungkan.

e. *Dividend substitution hypothesis*

Pajak yang dikenakan untuk *buyback* (pajak *capital gain*) lebih rendah daripada pajak yang dikenakan untuk deviden, maka *buyback* menjadi alternatif yang lebih baik dibandingkan dengan deviden dalam mendistribusikan *cashflow* kepada para pemegang saham.

f. *Reissue hypothesis*

Buyback dilakukan perusahaan untuk menyediakan sejumlah saham sebagai keperluan program insentif, bonus, *stock option*, atau bentuk *stock reissue* lainnya.

g. *The Earnings Bump*

Pembelian saham kembali dilakukan oleh manajemen untuk menaikkan laba per lembar saham. Jika persentase laba perusahaan jatuh menjadi lebih kecil dibandingkan dengan persentase saham yang beredar maka *earnings per share (EPS)* akan naik. Dan jika diasumsikan bahwa harga pasar ditentukan oleh mekanisme pasar peningkatan EPS akan meningkatkan harga saham.

2. Pengembangan Hipotesis

Asimetri informasi menyatakan bahwa manajemen memiliki informasi yang lebih tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham. Asimetri informasi memungkinkan manajemen mengetahui informasi yang baik tentang profitabilitas perusahaan di masa depan, namun pasar tidak mampu menangkap informasi tersebut sehingga saham perusahaan mengalami *undervalued*. *Undervalued* artinya harga saham perusahaan di pasar lebih rendah dibandingkan dengan nilai intrinsik saham tersebut. Dengan demikian manajer memberikan sinyal bahwa manajer optimis bahwa laba perusahaan akan meningkat di masa depan melalui program *buyback*. Manajer berani mengeluarkan dana yang dimiliki perusahaan saat ini karena manajer yakin bahwa kebutuhan perusahaan dapat dipenuhi dari peningkatan laba yang akan diperoleh di masa depan. Perusahaan yang mengalami kerugian tidak akan berani untuk melakukan *buyback* karena distribusi kas kepada pemegang saham tidak hanya menghentikan perusahaan dari investasi yang mungkin menguntungkan namun juga memungkinkan perusahaan mengalami masalah keuangan. Oleh sebab itu pengumuman *buyback* dipandang sebagai berita baik yang diharapkan akan mengangkat harga saham yang *undervalued*. Kondisi tersebut mengimplikasikan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum pengumuman *buyback* dengan *abnormal return* setelah pengumuman *buyback*. Dengan demikian hipotesis pertama dinyatakan sebagai berikut:

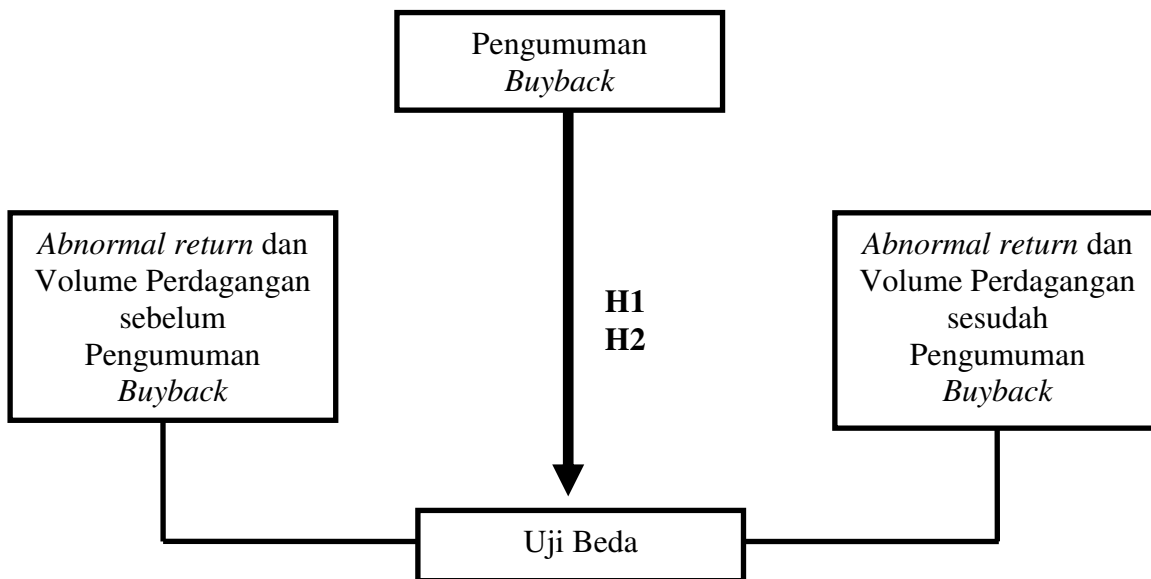
H1 : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*.

Mengacu kepada teori sinyal, hasil penelitian dan hipotesis yang dibangun telah menyebutkan bahwa pengumuman *buyback* merupakan berita baik bagi investor. Berita baik akan direspon dengan adanya perubahan pada volume perdagangan. Harga saham yang *undervalued* dimungkinkan terjadi karena investor kurang tertarik dengan saham perusahaan tersebut. Saham yang kurang diminati oleh investor juga akan mempengaruhi volume perdagangan atas saham tersebut. Namun setelah pengumuman *buyback* yang dipandang sebagai berita baik diharapkan akan mengubah volume perdagangan saham yang bersangkutan. Dengan demikian hipotesis kedua dinyatakan sebagai berikut:

H2 : Terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*.

Berdasarkan tinjauan dan konsep teori tentang variabel penelitian dan didukung oleh telaah literatur penelitian sebelumnya, maka kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini dapat digambarkan dengan model berikut.

Gambar 1. Model Penelitian



METODE PENELITIAN

1. Desain Penelitian

Penelitian ini adalah jenis penelitian *event study* yang mengambil pengumuman *buyback* sebagai *event*. Samsul (2006) menjelaskan *event study* merupakan penelitian yang mempelajari pengaruh suatu peristiwa terhadap harga saham di pasar, baik ketika peristiwa itu terjadi maupun beberapa waktu setelah peristiwa itu terjadi. *Event study* akan melihat apakah harga saham mengalami peningkatan atau mengalami penurunan setelah suatu peristiwa terjadi.

2. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang mengumumkan akan membeli kembali saham mereka yang beredar dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah menggunakan teknik pengambilan sampel acak

sederhana. Desain pengambilan sampel ini dipilih karena generalisasi temuan pada seluruh populasi merupakan tujuan penelitian ini.

3. Operasional Variabel

Variabel	Defenisi	Indikator	Skala
Pengumuman Buyback	Pengumuman oleh perusahaan atas aksi korporasi rencana membeli kembali saham perusahaan yang beredar	Tanggal pengumuman buyback oleh perusahaan yang diperoleh dari laman IDX	Nominal
Abnormal Return	Reaksi pasar yang menunjukkan perubahan harga atas suatu pengumuman dengan mengurangi return realisasi dengan return ekspektasi	$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$	Rasio
Volume Perdagangan	Reaksi pasar yang menunjukkan jumlah tindakan atau perdagangan investor	$TVA_{it} = \frac{V_{i,t}}{V_{m,t}}$	Rasio

4. Pengujian Hipotesis

Abnormal return

Pengujian statistik terhadap *abnormal return* adalah untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada dalam periode peristiwa. Teknik pengujian yang dilakukan dengan uji beda dengan langkah sebagai berikut:

- a. Hipotesis pertama = H1: $\mu_1 \neq \mu_2$
 μ_1 = Rata-rata harga saham sebelum pengumuman *buyback*
 μ_2 = Rata-rata harga saham setelah pengumuman *buyback*
- b. Menghitung nilai t dengan menggunakan program IBM SPSS.
- c. Membandingkan nilai t dengan nilai t tabel.

Volume Perdagangan

Pengujian statistik terhadap volume perdagangan saham adalah untuk melihat signifikansi volume perdagangan yang ada dalam periode jendela. Teknik pengujian dilakukan dengan uji beda dengan langkah:

- a. Hipotesis kedua = $H_2: \mu_1 \neq \mu_2$
 μ_1 = Rata-rata volume perdagangan sebelum pengumuman *buyback*
 μ_2 = Rata-rata volume perdagangan setelah pengumuman *buyback*
- b. Menghitung nilai t dengan menggunakan program IBM SPSS.
- c. Membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

a. Gambaran Umum Sampel Penelitian

Data pada penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dengan mengakses situs Bursa Efek Indonesia (BEI), *Yahoo Finance* serta mengakses pustaka *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini antara lain: daftar emiten yang melakukan pengumuman *buyback* diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) Bapepom/OJK, tanggal pengumuman *buyback* emiten ditelusuri dari laman Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Selanjutnya data harga saham dan volume perdagangan saham diakses dari laman *Yahoo Finance* (www.yahoofinance.com), dan yang terakhir data jumlah saham yang beredar diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Objek penelitian ini adalah seluruh emiten yang listing di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan tehnik pengambilan sampel acak sederhana. Adapun populasi emiten yang mengumumkan *buyback* sepanjang penelitian ini adalah 74 emiten. Namun beberapa dari populasi tersebut akan dikeluarkan dari penelitian karena tidak memenuhi data yang dibutuhkan. Terdapat 20 emiten yang harus dikeluarkan dari jumlah populasi karena tidak memenuhi kelengkapan data penelitian. Pertama, terdapat sembilan emiten yang disebutkan mengumumkan *buyback* dalam annual report Bapepom/OJK namun harus dikeluarkan dari sampel karena tidak dapat ditelusuri tanggal pengumumannya. Kedua, tujuh emiten melakukan aksi korporasi lain (seperti *tender offer* dan afiliasi) pada tahun yang sama dengan tahun pengumuman *buyback*. Ketiga, terdapat empat emiten lain harus dikeluarkan dari sampel penelitian karena tidak memenuhi kelengkapan harga saham yang digunakan untuk menghitung periode estimasi dalam

rangka menghitung return ekspektasi karena baru listing. Dengan demikian setelah melakukan penyesuaian terhadap kriteria penelitian yang telah ditetapkan, diperoleh jumlah sampel sebanyak 54 emiten. Untuk lebih jelasnya proses pengambilan sampel diuraikan sebagai berikut:

Tabel 5.1
Jumlah Sampel Penelitian

Pengambilan Sampel	Jumlah
Emiten yang mengumumkan <i>buyback</i> 2009-2013	74
Tidak memiliki kelengkapan data tanggal pengumuman <i>buyback</i>	9
Tidak memiliki kelengkapan data harga saham (periode estimasi)	4
Melakukan aksi korporasi lain	7
Jumlah sampel penelitian	54

Sumber: data diolah

b. Statistik Deskriptif

Sebelum membahas pembuktian hipotesis, secara deskriptif akan dijelaskan mengenai kondisi masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif yang akan dibahas meliputi jumlah data (N), rata-rata sampel (mean), nilai maksimum, nilai minimum, serta standar deviasi untuk masing-masing variabel. Statistik deskriptif untuk keseluruhan data pengamatan dapat dirangkum dalam tabel 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif *Abnormal Return* dan *Volume Perdagangan*
Descriptive Statistics

	N	Range	Min	Max	Sum	Mean	Std. Deviation	Variance
<i>Abnormal return</i>	11	1.20	-.30	.90	3.09	.2811	.39877	.159
<i>VolPerdagangan</i>	11	.09	.14	.23	1.94	.1766	.02901	.001
Valid N (listwise)	11							

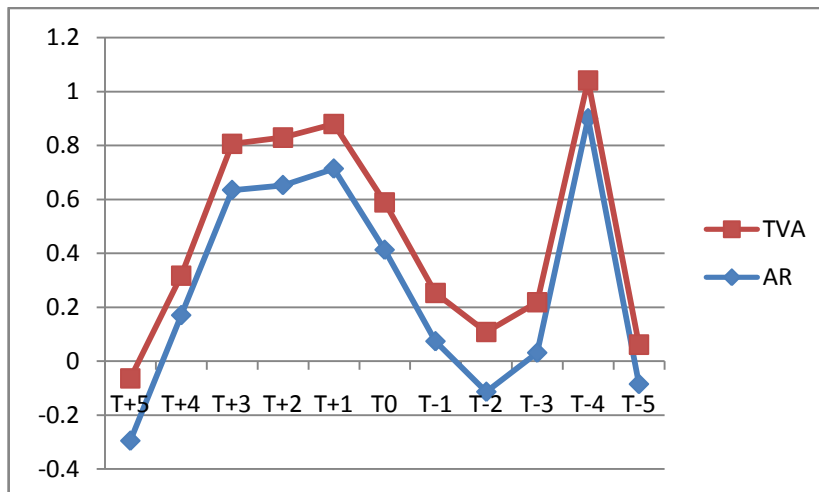
Sumber: data sekunder diolah 2015

Total pengamatan dalam jangka pendek adalah 11 hari pengamatan yaitu lima hari sebelum pengumuman dan lima hari setelah pengumuman *buyback* untuk keseluruhan 54 perusahaan yang menjadi sampel.

Abnormal return merupakan selisih antara return realisasi dengan return yang diharapkan oleh investor (*expected return*). Rata-rata *abnormal return* dalam jangka pendek selama periode pengamatan (2009-2013) adalah sebesar 0,2811. Hal ini berarti bahwa rata-rata *abnormal return* yang dihasilkan oleh emiten sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* dalam jangka pendek adalah sebesar 0,2811. Nilai *abnormal return* tertinggi adalah sebesar 0.90 dan nilai *abnormal return* terendah diperoleh sebesar -0,30. *Range* merupakan selisih nilai maksimum dan nilai minimum yaitu sebesar 1,20 dan nilai *sum* merupakan penjumlahan *abnormal return* selama 11 hari pengamatan sebesar 3,09.

Trading Volume Activity (TVA) digunakan untuk mengetahui volume perdagangan. TVA dihitung dengan membagi volume perdagangan saham dengan total saham perusahaan yang beredar. Tabel 4.3 di atas menunjukkan bahwa rata-rata TVA ditunjukkan dengan angka 0,1766. Artinya bahwa rata-rata aktivitas perdagangan emiten setelah adanya pengumuman *buyback* dalam jangka pendek adalah sebesar 0,1766. Nilai tertinggi tampak pada tabel di atas yaitu sebesar 0,23 dan nilai terendah adalah sebesar 0,14. Nilai *range* merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 0,09 dan nilai *sum* merupakan penjumlahan TVA selama 11 hari pengamatan sebesar 1,94.

Gambar 4.1
Statistik Deskriptif *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan
Descriptive Statistics



Gambar chart 4.1 diatas menggambarkan statistik deskriptif variabel abnormal return dan volume perdagangan dalam jangka pendek. Tampak pada chart tersebut bahwa pada pengamatan hari keempat sebelum pengumuman (T-4) terdapat abnormal return dan volume perdagangan yang tinggi, hal ini dimungkinkan karena adanya kebocoran informasi atas rencana pengumuman buyback. Selanjutnya mengalami penurunan pada pengamatan hari ketiga dan kedua sebelum pengumuman (T-3) dan (T-2). Kemudian terjadi peningkatan sejak pengamatan sehari sebelum pengumuman hingga pengamatan hari ketiga setelah pengumuman. Hal ini berarti pengumuman buyback direspon positif oleh investor. Penurunan kemudian mulai terjadi sejak pengamatan hari keempat (T+4) setelah pengumuman buyback. Hal ini berarti pengumuman buyback direaksi dengan cepat oleh pasar.

c. Hasil Uji Hipotesis

1.1. Perbedaan *Abnormal return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Buyback*

Tabel 4.14
Hasil *Paired Sample Test Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Buyback*

		Paired Differences					T	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Sebelum Pengumuman <i>Buyback</i> – Sesudah Pengumuman <i>Buyback</i>	.01980	.14106	.01920	-.01870	.05831	1.032	53	.079

Sumber: data sekunder diolah 2015

Hasil pengujian hipotesis kelima terkait perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* tampak pada tabel 4.14 di atas. Hasil pengujian tersebut menunjukkan nilai t hitung 1,032 dengan signifikansi 0,079 disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* pada level 1%. Dengan demikian hipotesis kelima yang berbunyi terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* diterima.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi bahwa terjadi *undervalued* sebelum pengumuman *buyback*. Harga saham yang dinilai terlalu rendah oleh pasar meningkat setelah pengumuman *buyback* dipublikasikan. Dengan demikian informasi rencana pembelian kembali saham (*buyback*) diterima oleh pasar dan dipandang sebagai *good news* ditandai dengan adanya perubahan harga saham yang ditunjukkan melalui *abnormal return*.

1.2. Perbedaan Volume Perdagangan Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Buyback*

Tabel 4.15
Hasil Paired Sample Test Volume Perdagangan Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Buyback*
Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 Sebelum Pengumuman <i>Buyback</i> – Sesudah Pengumuman <i>Buyback</i>	-.00030	.02376	.00323	-.00679	.00618	-.094	53	.000

Hasil pengujian hipotesis keenam terkait perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* tampak pada tabel 4.15 di atas. Hasil pengujian tersebut menunjukkan nilai t hitung -0,094 dengan signifikansi 0,000 disimpulkan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*. Dengan demikian hipotesis keenam yang berbunyi bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* dapat diterima.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*. Seperti yang telah disebutkan oleh Grullon dan Ikenberry (2000), salah satu alasan perusahaan mengumumkan *buyback* karena manajemen mengetahui bahwa harga saham di pasar sedang *undervalued*. Salah satu penyebab terjadinya *undervalued* dimungkinkan karena saham kurang diminati oleh investor.

Pengumuman *buyback* yang dipandang sebagai *good news* menarik bagi investor yang ditandai juga dari peningkatan volume perdagangan.

d. Pembahasan

1.1. Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Buyback*

Data deskriptif *abnormal return* (tabel 4.6) menunjukkan bahwa *abnormal return* sebelum pengumuman bernilai negatif yaitu -0,085 pada pengamatan hari kelima (T-5) dan -0,113 pada pengamatan hari ke dua (T-2) sebelum pengumuman *buyback* dirilis ke pasar. Nilai *abnormal return* 0,030 pada pengamatan hari ketiga (T-3) sebelum pengumuman lebih kecil dibandingkan nilai *abnormal return* setelah pengumuman *buyback* diumumkan. Tampak pada tabel tersebut nilai *abnormal return* 0,412 pada saat pengumuman, sebesar 0,713 pada hari pertama (T+1), sebesar 0,652 pada pengamatan hari kedua (T+2) dan 0,634 pada pengamatan hari ketiga (T+3) setelah pengumuman *buyback*. Nilai *abnormal return* yang lebih kecil sebelum pengumuman *buyback* dibandingkan dengan *abnormal return* setelah pengumuman *buyback* menyatakan bahwa harga saham perusahaan sedang *undervalued* sebelum rencana *buyback* disampaikan ke publik. Setelah rencana *buyback* disampaikan ke publik harga saham meningkat yang ditunjukkan oleh *abnormal return* yang lebih tinggi. Data tersebut mendukung bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*.

Hasil pengujian hipotesis kelima terkait perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* tampak pada tabel 4.14 di atas. Hasil pengujian tersebut menunjukkan nilai t hitung 1,032 dengan signifikansi 0,079 disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi bahwa terjadi *undervalued* sebelum pengumuman *buyback*. Harga saham yang dinilai terlalu rendah oleh pasar meningkat setelah pengumuman *buyback* dipublikasikan. Dengan demikian informasi rencana pembelian kembali saham (*buyback*) diterima oleh pasar dan dipandang sebagai *good news* ditandai dengan adanya perubahan harga saham yang ditunjukkan melalui *abnormal return*.

1.2. Perbedaan Volume Perdagangan Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Buyback*

Data deskriptif volume perdagangan (tabel 4.10) menunjukkan bahwa volume perdagangan sebelum pengumuman bernilai lebih kecil

dibandingkan dengan nilai volume perdagangan setelah pengumuman *buyback*. Tampak pada tabel tersebut bahwa volume perdagangan pada pengamatan hari kelima (T-5) sebesar 0,146 dan sebesar 0,140 pada pengamatan hari keempat (T-4) sebelum pengumuman lebih kecil dibandingkan dengan volume perdagangan setelah pengumuman *buyback* yaitu sebesar 0,231 pada pengamatan hari kelima (T+5) dan sebesar 0,144 pada pengamatan hari keempat (T+4) setelah rencana *buyback* dirilis ke pasar. Namun pada pengamatan hari ketiga (T-3) sebelum pengumuman bernilai 0,221 lebih besar dibandingkan dengan nilai volume perdagangan pada hari ketiga (T+3) setelah pengumuman sebesar 0,171. Hal ini dimungkinkan karena adanya kebocoran informasi. Namun secara umum ditemui bahwa volume perdagangan sebelum pengumuman *buyback* lebih kecil dibandingkan dengan volume perdagangan setelah pengumuman *buyback*. Artinya, bahwa benar terjadi *undervalued* sebelum pengumuman *buyback* dan harga saham yang *undervalued* merupakan salah satu alasan perusahaan untuk mengumumkan rencana *buyback*. Data tersebut mendukung bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*.

Hasil pengujian hipotesis keenam terkait perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* tampak pada tabel 4.15 di atas. Hasil pengujian tersebut menunjukkan nilai t hitung - 0,094 dengan signifikansi 0,000 disimpulkan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback*. Seperti yang telah disebutkan oleh Grullon dan Ikenberry (2000), salah satu alasan perusahaan mengumumkan *buyback* karena manajemen mengetahui bahwa harga saham di pasar sedang *undervalued*. Salah satu penyebab terjadinya *undervalued* dimungkinkan karena saham kurang diminati oleh investor. Pengumuman *buyback* yang dipandang sebagai good news menarik bagi investor yang ditandai juga dari peningkatan volume perdagangan.

KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Penelitian ini digunakan untuk menganalisis perbedaan *abnormal return* dan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *buyback* dirilis ke pasar. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan terhadap dua hipotesis yang diuji dengan menggunakan uji beda *paired sample t-test* diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. *Abnormal return* sebelum pengumuman *buyback* berbeda dengan *abnormal return* sesudah pengumuman *buyback*.
2. Volume perdagangan sebelum pengumuman *buyback* berbeda dengan volume perdagangan sesudah pengumuman *buyback*.

2. Keterbatasan dan Saran

1. Dari sekian banyak perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, hanya sedikit perusahaan yang mengumumkan akan melakukan *buyback*. Total sampel yang sedikit ditambah lagi ada beberapa perusahaan yang tidak dapat diakses tanggal pengumuman *buyback* sehingga mengurangi jumlah sampel yang diuji dalam penelitian ini.
2. Penelitian ini hanya menguji reaksi pasar atas pengumuman *buyback*, oleh sebab itu penting untuk melihat reaksi pasar atas realisasi pengumuman *buyback* tersebut.
3. Penelitian selanjutnya dapat membandingkan reaksi pasar bagi perusahaan yang mengumumkan *buyback* dengan perusahaan yang tidak mengumumkan *buyback*.
4. Penelitian ini menggunakan event study untuk melihat reaksi pasar atas pengumuman *buyback*. Penelitian lain terkait pengumuman *buyback* mungkin dapat menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan melakukan *buyback*, sehingga dapat diketahui motivasi perusahaan mengumumkan *buyback* saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, Franklin dan R. Michaely. 2002. Payout Policy. *The Wharton Financial Institutions Center*
- Asquith, Paul dan D. W. Mullin. 1986. Signalling with Dividends, *Buyback*, and Equity Issues. *Financial Management Journal*, Vol. 15, No. 3 pp. 27-44
- Baker, H. Kent, G. E. Powell. dan E. T. Veit 2003. Why Companies Use Open-Market Repurchases: A Managerial Perspective. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 43, 483-504
- Boudry, Walter I., J. G. Kallberg, dan C. H. Liu. 2013. Investment Opportunities and *Buyback*. *Journal of Corporate Finance* 23, 23-38
- Chua, Jian Ming. 2010. Corporate Governance and Earnings Management Before *Buyback* Announcements in Singapore. *Thesis*, Singapore Management University

- Dixon, Rob, G.Palmer, B. Stradling dan A. Woodhead. 2008. An Emperical Survey of the Motivation for *Buyback* in the UK. *Managerial Finance* Vol.34 No.12, 886-906
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. New Jersey: Prentice Hall
- Grullon, Gustavo dan D. Ikenberry. 2000. What do We Know About *Buyback*?. *Journal of Applied Corporate Finance* Vol.13 No.1
- Gumanti, Tatang A. 2009. Teori Sinyal dalam Manajemen Keuangan. *Usahawan* No.06 XXXVIII
- Haw, In-Mu, S. S. M. Ho, B. Hu dan X. Zhang. 2011. The Contribution of *Buyback* to the Value of the firm and Cash Holdings Around the World. *Journal of Corporate Finance* 17, 152-166
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Ikenberry, David dan T. Vermaelen. 1996. The Option to Repurchase Stock. *Financial Management*, Vol. 25 No.4, 9-24
- Jagannathan, Murali, C. P. Stephens dan M. S. Weisbach. 2000. Financial Flexibility and The Choice Between Dividends and *Buyback*. *The Journal of Finance Economics* 57, 355-384
- Jogiyanto. 2012. *Pasar Efisien Secara Informasi, Operasional, dan Keputusan*. Yogyakarta : BPFU Universitas Gadjah Mada
- Lee, Chun I., D. D. EJara dan K. C. Gleason. 2010. An Empirical Analysis of European Stock Repurchases. *Journal of Multinational Financial Management* 20, 114-125
- Lee, Yong-Gyo, S. C. Jung dan J. H. Thornton Jr. 2005. Long Term Stock Performance After Open Market Repurchases in Korea. *Global Finance Journal* 16, 191-209
- Paulsen, Lars Manor. 2011. Do share *buyback* create value for the shareholders?. *Cand.merc Finance & Strategic management at Copenhagen Business School*
- Peraturan Nomor XI.B.2 : Pembelian Kembali Saham Yang Dikeluarkan Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik. www.bapepam.go.id
- Peraturan Nomor XI.B.3 : Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik dalam Kondisi Pasar yang Berpotensi Krisis. www.bapepam.go.id
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga
- Thomsen, Gerald D. 2013. Frequently Asked Questions About Rule 10B - 18 and *Buyback* Programs. Morrison & Foerster LLP

- Vermaelen, Theo. 1981. Common Stock Repurchases and Market Signalling. *Journal of Financial Economics* 9, 139-183
- Yanti, Firga. 2012. Pengujian *Abnormal return* Saham Sebelum dan Sesudah Peluncuran Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Jurnal Manajemen*, Vol 1, N0.01