

ABSTRAK

ANALISIS REAKSI PASAR DAN KINERJA SAHAM ATASPENGUMUMAN DAN PERISTIWA *BUY BACK* DI BEI

Disusun Oleh:

Ellis Afri Zumaila

Dosen Pembimbing:

Imam Subekti, SE., MSi., Ak., Ph.D., CA.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya reaksi pasar positif dan peningkatan kinerja saham pada pengumuman dan peristiwa program *buy back* di BEI. Sampel dari penelitian ini adalah sebanyak 23 perusahaan yang melakukan pengumuman *buy back* dan 177 periode peristiwa dari 12 perusahaan yang melakukan realisasi *buy back* di tahun 2013. Penelitian menggunakan *abnormal return* dan TVA sebagai proksi reaksi pasar; dan *return* realisasi sebagai proksi kinerja saham. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa program *buy back* yang dicanangkan pemerintah tidak efektif dalam jangka panjang untuk menjaga harga saham supaya tidak jatuh lebih dalam lagi pada kasus tahun 2013 ini. Dampak reaksi positif dan peningkatan kinerja saham hanya terjadi dalam jangka waktu yang pendek. Pada pengumuman *buy back* terdapat reaksi pasar positif disertai peningkatan kinerja saham, sedangkan pada peristiwa *buy back* terjadi sebaliknya, yakni didominasi dengan tidak adanya reaksi pasar yang signifikan diikuti dengan penurunan kinerja saham di BEI.

Kata kunci: *Buy Back, Reaksi Pasar, Kinerja Saham, Abnormal Return, Trading Volume Activity, Return Realisasi.*

1. Pengantar

Kemerosotan kinerja pasar modal Indonesia merupakan hal yang sangat disayangkan karena sejak tahun 2009 pasar modal Indonesia selalu mencatat kinerja yang positif seperti yang disajikan pada Tabel 1.1.

Tabel 1.1
Kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tahun 2009-2013

Tahun	Persen
2009	87,9%
2010	13,3%
2011	3,2%
2012	12,94%
2013	-0,98%

Sumber: data diolah dari Adiningsih (2013) dan IDX Statistics (2013)

Krisis ekonomi global yang turut menimpa pasar modal Indonesia ini dikarenakan adanya kebijakan fiskal oleh Amerika Serikat berikut rencana The Fed untuk menarik stimulusnya, yang berdampak fatal bagi perekonomian Indonesia. Nilai tukar rupiah semakin lama semakin melemah yang mengakibatkan industri harus menanggung biaya bahan mentah yang lebih tinggi, dan berimbas langsung pada menurunnya profitabilitas industri (Adiningsih, 2013). Kemampuan perusahaan untuk memberikan imbal balik bagi para investor asing juga semakin lemah. Aksi jual saham di bursa marak terjadi hingga membuat harga saham anjlok.

Tabel 1.2
Kinerja Indeks Saham ASEAN Tahun 2013

No	Negara	Persen
1.	Vietnam (Vn)	20,62
2.	Malaysia (EMAS)	13,15
3.	Laos (LSX)	2,49
4.	Filipina (PSEi)	0,49
5.	Indonesia (JKSE)	-0,98
6.	Singapura (STI)	-1,07
7.	Thailand (SET)	-7,73
8.	Kamboja (CSX)	-14,92

Sumber: www.hanoitimes.com (2014) dan IDX Statistics (2013)

Berdasarkan Tabel 1.2, Indonesia tercatat sebagai pasar modal terburuk keempat di ASEAN dengan poin -0,98 persen jika dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Sementara berdasarkan sektor, kinerja terbaik tahun 2013 dicatatkan oleh sektor Konsumsi yang mengalami kenaikan sebesar 13,81%, kemudian disusul oleh sektor Perdagangan dan Jasa (+4,84%), Konstruksi dan Properti

(+3,2%) serta sektor Infrastruktur dan utilitas (+2,52%). Sedangkan sektor-sektor yang lainnya mencatat penurunan, yang dipimpin oleh sektor Pertambangan (-23,31%) dan sektor Aneka Industri (-9,84%) (IDX *Statistics*, 2013). Berdasarkan data ini, ditunjukkan bahwa sektor konsumsi masih mendongkrak perekonomian, dikarenakan bahan baku dan sasaran pasar berasal dari domestik, sedangkan untuk sektor lain dengan mayoritasnya adalah pangsa pasar asing dengan bahan baku impor mengalami penurunan profitabilitas yang cukup tajam.

Kondisi diatas menggambarkan keterpurukan pasar modal Indonesia di tahun 2013, yang pada tanggal 27 Agustus 2013, OJK (Otoritas Jasa Keuangan) telah mengeluarkan surat Edaran OJK Nomor 1/SEOJK.04/2013 sehubungan dengan kondisi perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia yang mengalami tekanan yang tercermin dari Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Indonesia yang mengalami penurunan cukup signifikan. Surat edaran itu juga menegaskan bahwa emiten atau perusahaan publik dapat melakukan pembelian kembali sahamnya berdasarkan mekanisme yang diatur dalam Peraturan OJK Nomor: 2/POJK.04/2013.

Menurut Rasbrant (2011), pembelian kembali saham telah menjadi salah satu langkah penting untuk mendistribusikan kas kepada para pemegang saham. Kebijakan *buy back* perusahaan ini dinilai oleh OJK sebagai solusi untuk mengatasi harga saham yang mengalami penurunan yang cukup signifikan. Ketika *buy back* dilakukan, secara otomatis jumlah lembar saham yang beredar akan semakin berkurang. Jika dikaitkan dengan nilai *Earning Per Share* (EPS) perusahaan, semakin kecil jumlah saham yang beredar (sebagai denominator), akan semakin tinggi EPS yang dihasilkan dari sebuah perhitungan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Marpaung & Fadilah (2012) yang menemukan terjadinya peningkatan EPS sebagai salah satu tolak ukur kinerja keuangan suatu perusahaan sebesar 118% persen pada triwulan kedua setelah dilakukan *buy back*. Kinerja keuangan yang membaik ini tidak disebabkan oleh laba perusahaan yang meningkat, tetapi dikarenakan semakin berkurangnya jumlah lembar saham yang beredar. Investor melihat perbaikan kinerja keuangan

ini sebagai daya tarik tersendiri untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan tersebut. Meskipun pengumuman bahwa perusahaan akan melakukan *buy back* khususnya pada pasar terbuka bukan berarti komitmen perusahaan untuk melakukan realisasi *buy back*, secara umum pengumuman ini dipandang sebagai hal yang baik oleh pasar (Stephen& Weisbach, 1998). Hal ini dikarenakan apabila suatu perusahaan melakukan *buy back* terhadap sahamnya, investor mengindikasikan adanya *return* positif yang selalu mengikuti program ini.

Solusi yang ditawarkan pemerintah kepada perusahaan publik yang *listing* di BEI yakni pelaksanaan *buy back* untuk mencegah harga saham jatuh semakin dalam ini merupakan *corporate action* yang sedang marak diterapkan secara legal di berbagai negara, seperti di AS (Chan, *et al.*, 2004; Comment& Jarrel, 1991), Jepang (Hatakeda& Isagawa, 2004), UK (Rau&Vermaelen,2002).

Setelah dilakukan pengumuman *buy back* oleh perusahaan, setiap kuartal pendapatan yang diperoleh akan menjadi positif dan signifikan, hal ini sesuai dengan gagasan bahwa investor tidak sepenuhnya merespon dari informasi pengumuman *buy back* dan sebagian dari penggerak jangka panjang (*long-horizon drift*) akan mencerminkan informasi yang sebenarnya (Chan, *et al.*, 2004). Program *buy back* ini memang tidak mengubah kemampuan sebuah perusahaan dalam jangka panjang untuk menjamin bahwa perusahaan akan terus *going concern*. Tekanan yang timbul adalah dipengaruhi oleh faktor risiko sistematis perusahaan, yakni kebijakan luar negeri, inflasi, dan penurunan nilai mata uang rupiah terhadap USD, masih perlu dipertanyakan apakah kebijakan *buy back* ini efektif untuk mengatasi atau setidaknya menahan gejolak harga saham di bursa sehingga diharapkan dapat bergerak stabil kembali. Untuk melihat hal itu, karena Peraturan OJK Nomor: 2/POJK.04/2013 sampai pada periode penelitian masih dijalankan, sehingga perlu diuji reaksi pasar dan kinerja saham perusahaan atas pengumuman dan peristiwa (realisasi)*buy back* oleh perusahaan di BEI pada tahun 2013 untuk mengetahui waktu terjadinya reaksi pasar dan peningkatan kinerja saham pada kondisi krisis.

2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Terdapat berbagai alasan perusahaan melakukan *buy back*, diantaranya untuk menghindari akuisisi untuk pengambil alihan secara paksa, atau untuk mencegah jatuhnya harga saham pada posisi yang lebih dalam (Tambunan, 2008). Menurut Ikenberry, et al. (1995) alasan perusahaan melakukan *buy back* diantaranya untuk penyesuaian struktur modal, menghindari adanya *take over*, pemberian sinyal (*signaling*), distribusi kas yang berlebih (*excess cash*), substitusi dividen kas, dan pengambilalihan kekayaan dari pemegang saham. Sedangkan menurut Fabozzi (2010), pembelian kembali saham merupakan sebuah alternatif bagi perusahaan untuk mendistribusikan kasnya kepada pemegang saham dengan biaya yang rendah bagi perusahaan maupun pemegang saham. Bagaimanapun, dikarenakan masing-masing pemegang saham dikenakan tingkat wajib pajak yang berbeda, manfaat yang diperoleh bagi masing-masing pemegang saham adalah beragam.

Sebelum melakukan *buy back* pada pasar terbuka, perusahaan harus menyebarkan informasi yang lengkap kepada pemegang saham mengenai kondisi perusahaan terkini, serta alasan yang memadai mengenai rencana dilakukannya *buy back* tersebut. Sangat tidak etis apabila pembelian kembali (*buy back*) dilakukan oleh perusahaan dengan mengambil kesempatan karena ketidaktahuan pemegang saham mengenai prospek saham yang dimilikinya. Melalui informasi yang lengkap ini, pemegang saham dapat mengambil keputusan untuk menjual sahamnya atau tidak dengan harga yang sesuai dengan informasi yang tersedia di pasar (Horne, & Wachowicz, 2007). Ketika perusahaan memiliki kas berlebih (*idle cash*) sementara tidak terdapat investasi yang menguntungkan, cara terbaik untuk kepentingan pemegang saham adalah dengan mendistribusikan kas tersebut dalam bentuk dividen atau dengan melakukan pembelian kembali saham (*repurchase of stock*). Pembelian kembali saham ini bertujuan untuk mengurangi jumlah saham yang beredar sehingga harga pasar saham akan meningkat (Halim, 2005).

Menurut Marc Bertoneche, yang dikutip dari buku Colley *et al.* (2007):

“Buy- backs are therefore an essential part of the process by which capital is recycled from mature companies with limited investment opportunities to young business with huge growth potential and enormous financing needs.”

Berdasarkan pernyataan diatas, *buy back* tidak akan sesuai dijalankan pada seluruh tingkat dalam hal kematangan industri. Kenyataannya, program *buy back* ini secara umum dijalankan oleh perusahaan lebih matang (dengan tingkat pertumbuhan rendah sampai sedang). Perusahaan baru dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki jumlah kas yang kecil dan secara internal mampu menghasilkan *return* yang tinggi untuk seluruh modal yang tersedia. Berdasarkan perspektif ekonomi makro, *buy back* mampu memanfaatkan modal untuk mengalihkan perusahaan dari garis bisnis yang lama menjadi garis bisnis yang baru. Setelah perusahaan melakukan pembelian kembali saham, perusahaan akan mengalami peningkatan EPS. Namun, dampak lain yang ditimbulkan adalah semakin sedikit jumlah kas yang tersedia bagi perusahaan untuk diinvestasikan kembali pada proyek- proyek yang dapat menghasilkan *profit* (Fabozzi& Drake, 2010). *Buy back* saham dapat menjadi solusi ketika tidak tersedianya proyek investasi yang menguntungkan.

2.1. Signaling Theory

Alasan penting dilakukannya *buy back* oleh para *Chief of Financial Officer* (CFO) adalah keyakinan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*. Penilaian yang terlalu rendah terhadap saham ini merupakan cerminan dari kondisi manajemen perusahaan, sehingga pasar berekspektasi rendah terhadap arus kas perusahaan atau ekspektasi yang terlalu tinggi terhadap risiko yang dihadapi perusahaan. Terjadinya peningkatan harga saham menunjukkan bahwa rata- rata pasar meyakini kemampuan manajemen perusahaan (Vermaelen, 2005).

Hipotesis *signaling* memiliki pemikiran bahwa manajer adalah seseorang yang lebih mengetahui banyak informasi mengenai perusahaan dan mereka melakukan pengumuman *buy back* untuk mengirimkan sinyal sampai ke pasar bahwa harga saham perusahaan dinilai terlalu rendah (*undervalue*) (Lasfer, 2000).

Selain itu, menurut Grullon&Michaely (2004), hipotesis *signaling* memprediksi bahwa pendapatan di masa yang akan datang haruslah meningkat setelah dilakukannya *buy back*. Prediksi lainnya adalah informasi yang dikandung dengan adanya *buy back* harus memiliki dampak pada ekspektasi pasar mengenai profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang, ditunjukkan dengan adanya revisi dari para analis mengenai ekspektasi yang buruk setelah dilakukannya pengumuman *buy back*.

Secara umum *signaling model* didasarkan pada tiga asumsi. Pertama, sinyal haruslah berbiaya, jika tidak berbiaya, maka sinyal tersebut tidak memiliki kredibilitas. Para akademisi mengasumsikan bahwa manajer akan melakukan kebohongan jika tidak terdapat konsekuensi atas pemberian sinyal yang salah. Kedua, jika sinyal tersebut berbiaya, pasti terdapat manfaat lebih yang dapat diperoleh dari sinyal tersebut. Manfaat ini tidak terlihat secara kasat mata seperti yang dibayangkan, bahwa informasi secara berkelanjutan akan dicerminkan oleh harga ekuitas, tidak terbatas informasi ini merupakan sinyal yang berasal dari manajer atau bukan. Ketiga, seluruh *signaling model* mengasumsikan bahwa pasar adalah efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi-strong efficient*), atau pada kondisi ekuilibrium, sinyal secara utuh mengungkapkan informasi mengenai manajer (Vermaelen, 2005).

2.2. *Efficient Market Hypothesis*

Pada pasar yang efisien, harga sekuritas yang secara penuh mencerminkan informasi yang tersedia secara cepat dan tidak bias serta mampu menyediakan estimasi nilai pokok yang tidak bias pula (Basu, 1977). Pada pasar yang efisien, kompetisi diantara banyaknya partisipan yang cerdas, membuat kondisi di pasar modal, khususnya harga aktual dari sekuritas individual telah merefleksikan pengaruh adanya informasi, baik yang telah terjadi maupun informasi mengenai ekspektasi pasar yang akan terjadi di masa yang akan datang. Atau dengan kata lain, pada pasar yang efisien harga aktual dari sekuritas dapat digunakan untuk mengestimasi nilai intrinsiknya dengan baik (Fama, 1995). Investor diasumsikan menggunakan informasi yang ada secara lengkap dan akurat. Informasi kemudian

dianalisis untuk mendapatkan ekspektasi harga yang sesuai dengan informasi yang diperoleh. Isi dari *information set* dipengaruhi langsung oleh kondisi dari bentuk efisiensi pasar modal, oleh Fama (1970) telah diklasifikasikan menjadi bentuk lemah (*weak-form*), bentuk setengah kuat (*semistrong-form*), dan bentuk kuat (*strong-form*).

Untuk melakukan pengujian bentuk efisiensi pasar, apakah termasuk bentuk lemah (*weak-form*), bentuk setengah kuat (*semistrong-form*), atau bentuk kuat (*strong-form*), terdapat tiga metode pengujian yang menonjol, yakni *event studies*, melihat pola harga sekuritas, dan memeriksa investasi dari manajemen keuangan profesional (Sharpe *et al.*, 2005). Pengujian *event studies* bertujuan untuk melihat apakah pasar bereaksi secara cepat dan akurat terhadap suatu informasi pasar.

2.3. Reaksi pasar atas Pengumuman dan Peristiwa *Buy Back*

Berdasarkan logika diatas, pasar akan merespon dengan baik mengenai pengumuman perusahaan untuk melakukan *buy back* yang diikuti dengan sedikit kenaikan harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Comment & Jarrell (1991) pada program *buy back* di pasar terbuka berhasil membuktikan bahwa program ini mampu meningkatkan *abnormal return* sebesar 2%. Salah satu alasan yang mendukung hasil penelitian ini adalah para investor merasa puas dengan keputusan manajemen untuk menggunakan *excess cash* untuk program *buy back*, dibandingkan dengan menginvestasikannya pada proyek dengan *profit* sangat rendah. Investor akan memiliki dorongan untuk menginvestasikan dananya untuk mempertahankan proses pembuatan keputusan (*decision making*) oleh manajemen (Colley, *et al.*, 2007).

Grullon & Michaely (2004) dalam penelitiannya menyampaikan bahwa penyebab adanya reaksi pasar yang positif dan peningkatan kinerja harga saham ini disebabkan oleh penurunan pengeluaran modal (*capital expenditure*) dan pendapatannya (*earnings*), *buy back* mampu menghasilkan penurunan yang signifikan terhadap biaya modal (*cost of capital*). Semakin besar pengurangan pengeluaran modal dan Research & Development, semakin besar pula penurunan

tingkat risikonya. Temuan lainnya menunjukkan reaksi pasar yang lebih kuat terjadi pada perusahaan yang melakukan investasi berlebihan.

Terdapat beberapa hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan untuk membuktikan adanya reaksi pasar yang positif pada program *buy back* oleh perusahaan diantaranya Otchere & Ross (2002); Grullon & Michaely (2004); Chan, *et al.* (2007); Junizar & Septiani (2013); Comment & Jarrel (1991); Masulis (1980). Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu tersebut, penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{1a} = Terdapat reaksi pasar positif atas pengumuman *buy back* yang diproksikan *abnormal return*.

H_{1b} = Terdapat reaksi pasar positif atas peristiwa *buy back* yang diproksikan *abnormal return*.

H_{2a} = Terdapat reaksi pasar positif atas pengumuman *buy back* yang diproksikan *Trading Volume Activity*.

H_{2b} = Terdapat reaksi pasar positif atas peristiwa *buy back* yang diproksikan *Trading Volume Activity*.

2.4. Kinerja Saham atas Pengumuman dan Peristiwa *Buy Back*

Diharapkan dengan adanya *buy back*, mampu menahan kinerja bursa agar tidak semakin jatuh ke dalam. Pada penelitian ini, digunakan *return* realisasi sebagai proksi kinerja saham, seperti yang telah diimplementasikan dalam penelitian Wibowo (2009), dan Kusumo & Siti (2011). *Return* realisasi merupakan imbal hasil yang diperoleh berdasarkan perhitungan data historis, dan dapat digunakan untuk melihat kinerja sebuah perusahaan (Jogiyanto, 2003).

Yook (2010) dalam hasil penelitiannya berhasil menunjukkan adanya peningkatan kinerja saham ketika perusahaan melakukan *buy back*. Pada penelitian ini memiliki tujuan yang serupa dengan hasil penelitian sebelumnya, sehingga dapat dirumuskan dipotesis sebagai berikut:

H_{3a} = Terdapat peningkatan kinerja saham atas pengumuman *buy back* yang diproksikan *return*.

H_{3b} = Terdapat peningkatan kinerja saham atas peristiwa *buy back* yang diproksikan *return*.

3. Metode Penelitian

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Sampel penelitian yang diambil dalam penelitian ini merupakan sampel bertujuan (*purposive sampling*). Tipe pengambilan sampel dalam *purposive sample* dengan melakukan pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu (*judgement sampling*). *Judgement sampling* melibatkan pemilihan subjek yang berada di tempat paling menguntungkan atau dalam posisi terbaik untuk memberikan informasi yang diperlukan (Sekaran, 2009). Diantaranya kriteria-kriteria yang akan diambil sebagai sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* lain, seperti *stock split*, *right issue*, divestasi, akuisisi, merger, konsolidasi, dan kegiatan lain pada periode pengujian yang dapat mempengaruhi harga saham untuk menghindari adanya bias terhadap hasil penelitian.
2. Tanggal pengumuman *buy back* dapat diketahui dengan jelas. Alasan penulis memasukkan tanggal pengumuman sebagai kriteria sampel adalah untuk memudahkan proses penelitian, dan sampel yang digunakan yang sesuai dengan periode penelitian dan tujuan dari penelitian, yakni menguji adanya reaksi pasar dan kinerja saham atas pengumuman dan peristiwa *buy back*.
3. Ketersediaan data harga saham perusahaan untuk kemudahan pengolahan data.

Tabel 3.1
Jumlah Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan melakukan <i>buy back</i> pada tahun 2013.	27
2.	Perusahaan melakukan <i>stock split</i> pada periode penelitian.	(1)
3.	Perusahaan melakukan IPO pada periode penelitian.	(3)
Jumlah Sampel Sesuai Kriteria		23

Pada tabel 3.2 diuraikan tanggal pengumuman dan peristiwa masing-masing perusahaan yang melakukan *buy back* saham berdasarkan Peraturan OJK Nomor: 2/POJK.04/2013. Berdasarkan tabel 3.2, jumlah perusahaan yang

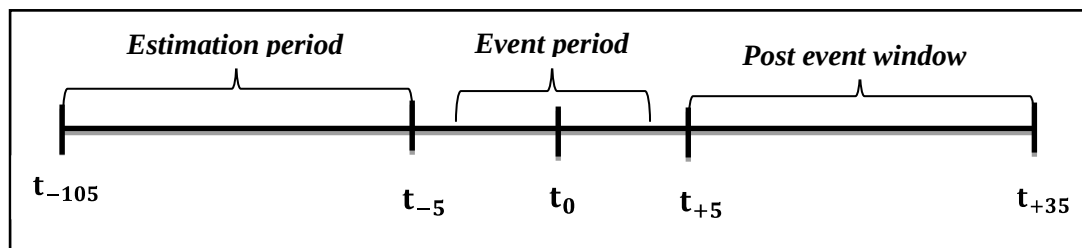
melakukan pengumuman *buy back* sebanyak 23 perusahaan, sedangkan perusahaan yang melakukan realisasi *buy back* sebanyak 12 perusahaan dengan total 177 peristiwa.

3.2 Periode Penelitian

Periode penelitian yang akan digunakan pada umumnya dibagi menjadi tiga, yakni periode estimasi (*estimation period*), periode peristiwa (*event period*), dan periode setelah peristiwa (*post event window*). Pada gambar 3.1 ditunjukkan bahwa lamanya *estimation period* adalah 100 hari, *event period* 11 hari, dan *post event window* 30 hari.

Gambar 3.1

Ilustrasi Periode Penelitian



3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Diantaranya variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Return aktual

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi ini sangat penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan dan juga digunakan sebagai landasan penghitungan *return* ekspektasi di masa yang akan datang (Jogiyanto, 2003). Adapun rumus dari *return* aktual saham adalah:

$$R_{j,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$R_{j,t}$ = Return saham i pada hari t .

$P_{j,t}$ = Harga saham i pada hari t .

$P_{j,t-1}$ = Harga saham i pada hari $t - 1$.

Sebelumnya peneliti mengumpulkan data berupa harga saham harian yang dibutuhkan untuk pengujian pada periode pengumuman dan realisasi (peristiwa) *buy back* yang diperoleh melalui website Yahoo Finance pada bagian Historical Data kemudian diolah menggunakan *Microsoft Excel*.

2. *Abnormal Return*

Abnormal return adalah selisih antara *return* aktual dan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006). *Abnormal return* merupakan proksi dari reaksi pasar, apabila terdapat informasi pada peristiwa yang diobservasi, maka *abnormal return* akan mengikuti peristiwa tersebut, begitu juga sebaliknya, jika peristiwa tersebut tidak memiliki kandungan informasi, maka peristiwa tersebut tidak memberikan *abnormal return* (Wirajaya, 2011). Adapun rumus untuk menghitung *abnormal return*:

$$AR = R_{i,t} - E(R_{it})$$

$R_{i,t}$ = *Return* aktual sekuritas *i* pada hari *t*.

$E(R_{it})$ = *Return* ekspektasi pada hari *t*.

Pengujian di periode pengumuman dan peristiwa menggunakan data berupa *abnormal return* setelah mengetahui nilai *return* realisasi dan *return* ekspektasi.

3. *Trading Volume Activity*

Trading Volume Activity (TVA) dapat dihitung dengan rumus:

$$TVA_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{V_{m,t}}$$

$TVA_{i,t}$ = *Trading Volume Activity* saham *i* pada waktu *t*.

$V_{i,t}$ = Volume saham perusahaan *i* yang diperdagangkan pada waktu *t*.

$V_{m,t}$ = Volume saham yang beredar pada waktu *t*.

Data yang diperlukan untuk menghitung TVA diantaranya adalah jumlah lembar saham yang diperdagangkan dan jumlah lembar saham beredar pada

masing- masing perusahaan yang memenuhi kriteria sampel di periode pengujian. Data tersebut dapat diperoleh melalui www.idx.co.id.

4. Hasil Analisis dan Pembahasan

4.1. Statistik Deskriptif

Tabel 4.1
Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Periode		N	Minimum	Maksimum	Rerata	Deviasi Standar
AR	Pengumuman		11	0,045	0,221	0,117	0,055
	Peristiwa		11	-0,001	0,004	0,001	0,002
TVA	Pengumuman		11	0,001	0,002	0,002	0,000
	Peristiwa		11	0,001	0,002	0,001	0,000
RR	Pengumuman	Sebelum	23	-0,006	0,012	0,002	0,004
		Sesudah	23	-0,017	0,007	-0,004	0,006
	Peristiwa	Sebelum	177	-0,010	0,008	-0,002	0,003
		Sesudah	177	-0,010	0,014	-0,001	0,004

Berdasarkan hasil pengujian statistik deskriptif menunjukkan bahwa secara umum data berdistribusi normal ditandai dengan nilai rerata yang melebihi nilai deviasi standar.

4.2. Hasil Pengujian Normalitas Data

Pada penelitian ini dilakukan uji *Kolmogorov-Smirnov Test* untuk menentukan bentuk pengujian yang sesuai pada variabel *return* realisasi.

Tabel 4.2
Hasil Pengujian Normalitas Data atas Variabel Return

Periode		Nilai signifikansi	Nilai Z
Pengumuman	Sebelum	0,538	0,804
	Sesudah	0,874	0,592
Peristiwa	Sebelum	0,485	0,837
	Sesudah	0,275	0,995

Berdasarkan hasil pengujian normalitas data pada tabel 4.2, ditunjukkan bahwa secara keseluruhan data berdistribusi normal baik pengumuman maupun peristiwa *buy back*.

4.3. Hasil Pengujian Hipotesis

4.3.1. Hasil Pengujian Hipotesis 1A

Tabel 4.3
Hasil Uji One Sample T-Test Variabel Abnormal Return atas Pengumuman
Buy Back

Hari Ke-	t-tabel	Rerata
t ₅	4,824**	0,097
t ₄	7,233**	0,128
t ₃	4,810**	0,110
t ₂	5,548**	0,109
t ₁	6,857**	0,125
t ₀	7,720**	0,131
t ₊₁	7,562**	0,151
t ₊₂	7,114**	0,120
t ₊₃	6,000**	0,126
t ₊₄	7,336**	0,124
t ₊₅	5,554**	0,103

* signifikan pada 5%, ** signifikan pada 1%

Pada tabel 4.3 diatas, menunjukkan adanya signifikansi reaksi pasar positif di seluruh tanggal pengumuman *buy back*. Sehingga hipotesis 1A dapat didukung.

4.3.2. Hasil Pengujian Hipotesis 1B

Tabel 4.4
Hasil Uji One Sample t-Test Variabel Abnormal Return atas Peristiwa Buy
Back

Hari Ke-	t-tabel	Rerata
t ₅	1,971*	0,004
t ₄	0,682	0,001
t ₃	0,640	0,001
t ₂	1.663*	0,003
t ₁	-0,678	-0,001
t ₀	0,973	0,002
t ₊₁	-0,507	-0,001
t ₊₂	-0,299	-0,001
t ₊₃	-0,208	-0,000
t ₊₄	-0,243	-0,000
t ₊₅	1,000	0,002

* signifikan pada 5%, ** signifikan pada 1%

Pada tabel 4.4 diatas, menunjukkan adanya signifikansi reaksi pasar positif di tanggal t_{-5} dan t_{-2} peristiwa *buy back*. Sehingga hipotesis 1B dapat didukung.

4.3.3. Hasil Pengujian Hipotesis 2A

Tabel 4.5
Hasil Uji One Sample t-Test Variabel TVA atas Pengumuman Buy Back

Hari Ke-	t-tabel	Rerata
t_{-5}	3,398**	0,002
t_{-4}	3,147**	0,002
t_{-3}	3,184**	0,001
t_{-2}	3,919**	0,002
t_{-1}	4,054**	0,002
t_0	3,821**	0,002
t_{+1}	3,070**	0,002
t_{+2}	3,848**	0,002
t_{+3}	3,898**	0,002
t_{+4}	3,582**	0,002
t_{+5}	2,987**	0,002

* signifikan pada 5%, ** signifikan pada 1%

Pada tabel 4.5 diatas, menunjukkan adanya signifikansi reaksi pasar positif di seluruh tanggal pengumuman *buy back*. Sehingga hipotesis 2A dapat didukung.

4.3.4. Hasil Pengujian Hipotesis 2B

Tabel 4.6
Hasil Uji One Sample t-Test Variabel TVA atas Peristiwa Buy Back

Hari Ke-	t-tabel	Rerata
t_{-5}	13,809**	0,002
t_{-4}	4,106**	0,002
t_{-3}	4,007**	0,002
t_{-2}	4,017**	0,001
t_{-1}	14,658**	0,001
t_0	13,418**	0,001
t_{+1}	15,074**	0,001
t_{+2}	15,247**	0,001
t_{+3}	14,450**	0,001
t_{+4}	13,772**	0,001
t_{+5}	12,965**	0,001

* signifikan pada 5%, ** signifikan pada 1%

Pada tabel 4.6 diatas, menunjukkan adanya signifikansi reaksi pasar positif di seluruh tanggal pengumuman *buy back*. Sehingga hipotesis 2B dapat didukung.

4.3.5. Hasil Pengujian Hipotesis 3A dan 3B

Tabel 4.7
Hasil Uji Paired Sample T-Test Variabel Return atas Pengumuman dan Peristiwa Buy Back

	N	Rerata		Selisih	t-tabel
		Sesudah	Sebelum		
Pengumuman	23	0,003	-0,004	0,006	3,756**
Peristiwa	23	-0,002	-0,001	-0,001	-2,128*

* signifikan pada 5%, ** signifikan pada 1%

Pada tabel 4.6 diatas, menunjukkan adanya signifikansi perbedaan *return* pada pengumuman *buy back* yang berarti peningkatan kinerja saham. Sedangkan untuk peristiwa *buy back*, terdapat signifikansi perbedaan *return* pada peristiwa *buy back* yang berarti penurunan kinerja saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3A dapat didukung, sedangkan hipotesis 3B tidak dapat didukung.

5. Pembahasan Hasil Penelitian

Pada pengujian yang telah dilakukan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa terdapat reaksi pasar positif atas pengumuman *buy back* berdasarkan hasil pengujian variabel *abnormal return* dan TVA. Hal ini menunjukkan investor masih memiliki kepercayaan kepada pemerintah atas peraturan *buy back* yang berlaku bagi seluruh perusahaan yang memiliki saham beredar di BEI sesuai mekanisme yang tercantum dalam Peraturan OJK Nomor: 2/POJK.04/2013. Informasi ini menyebabkan adanya reaksi pasar positif yang timbul di sekitar tanggal pengumuman *buy back* oleh perusahaan secara keseluruhan. Investor memiliki keyakinan bahwa dengan dilakukannya *buy back*, maka diharapkan harga saham yang terpuruk tidak jatuh lebih dalam lagi, yang secara langsung akan memperbaiki kesejahteraan para pemegang saham pula. Adanya reaksi pasar positif pada pengumuman *buy back* ini sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Otchere & Ross (2002); Grullon & Michaely (2004); Chan, et al. (2007); Junizar & Septiani (2013); Masulis (1980).

Informasi mengenai rencana Fed untuk memangkas nilai stimulus yang dicanangkan pada bulan September 2013 ini memang mempengaruhi investor untuk tidak berinvestasi pada *emerging market* termasuk pasar modal Indonesia hingga sempat membuat kurs rupiah anjlok pada 5 September 2013 lalu (fokus.kontan.co.id). Hal ini sebelumnya telah diperkirakan oleh pemerintah akan terjadi, sehingga peraturan *buy back* oleh OJK merupakan salah satu dari paket kebijakan yang dapat menarik minat investor untuk mempertahankan saham yang dimilikinya.

Berdasarkan hasil pengujian variabel *return* realisasi yang dilakukan, kinerja saham mengalami peningkatan pada pengumuman *buy back*. Sedangkan untuk peristiwa *buy back* adalah sebaliknya, yakni terjadi penurunan kinerja saham yang signifikan. Hasil pengujian ini sejalan dengan penelitian Yook (2009), harga saham akan terus terpacu naik dikarenakan tingginya permintaan oleh pembeli dibandingkan penawaran oleh pemilik saham. Sedangkan hasil penelitian mengenai adanya penurunan kinerja pada realisasi *buy back* sesuai dengan hasil penelitian Stephen & Weisbach (1998) yang hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara realisasi *buy back* dengan kinerja saham dikarenakan perbedaan pandangan pada setiap perusahaan mengenai harga saham yang layak dibeli.

Tercatat dari 487 perusahaan yang *listing* di BEI, hanya 27 perusahaan yang melakukan *buy back* dan yang melakukan realisasi hanya 12 perusahaan pada tahun 2013. Walaupun memang terjadinya realisasi *buy back* ini sepenuhnya bergantung pada pasar. Khususnya pada pasar terbuka, program *buy back* memberi kelonggaran bagi manajer untuk melakukan realisasi lebih sedikit dari yang sudah dianggarkan apabila harga saham menjadi terlalu mahal atau dapat membeli lebih banyak saham jika harga saham lebih murah (Stephen & Weisbach, 1998).

Selain itu kondisi perekonomian global sangat berpengaruh pada pasar modal Indonesia karena adanya informasi pada tanggal 19 Desember 2013 ditetapkan oleh Bank Sentral AS, The Fed menyatakan akan menarik stimulusnya secara bertahap mulai Januari 2014 di negara berkembang. The Fed memutuskan

mengurangi besaran stimulusnya sebesar USD10 miliar (economy.okezone.com). Ketidakpastian mengenai waktu The Fed akan menarik stimulusnya menyebabkan kondisi pasar menjadi terus terombang ambing selama tahun 2013 sebelum dikeluarkan pernyataan tersebut. Harga saham di bursa menjadi volatil yang ditunjukkan pada bulan Mei IHSG mampu terjun bebas dari level tertinggi 5.251 ke level terendah 3.837 pada bulan Agustus atau sebesar 27% hanya dalam waktu dua bulan. Krisis juga disebabkan defisit anggaran tahun 2013 mencapai 2,24% atau sama dengan 209,5 triliun rupiah (antaranews.com, 2014) dikarenakan keringnya sumber dana dan tingginya dana yang keluar dari para investor.

Hal ini merupakan *bad news* bagi pasar modal di Indonesia, sehingga diperlukan upaya lebih bagi bursa untuk meyakinkan bahwa dana milik investor dalam kondisi yang aman. Untuk menekan adanya inflasi, penurunan nilai mata uang, dan kebijakan fiskal dari AS ini, Bank Sentral menaikkan suku bunga acuan (*BI rate*) menjadi 7,5% pada 13 November 2013. Dampak yang timbul adalah masyarakat akan tertarik untuk berinvestasi dalam bentuk deposito dibandingkan dengan harus berinvestasi pada surat berharga.

Jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2012 (6,23%), pertumbuhan ekonomi Indonesia pada tahun 2013 hanya tumbuh 5,78% (Badan Pusat Statistik, 2014). Kondisi ini memaksa negara-negara berkembang untuk memperkuat fundamental ekonomi dan memajukan potensi yang dimiliki karena adanya kebijakan *tapering off* oleh AS, hal ini sesuai dengan apa yang disampaikan pada Laporan *Global Economic Prospects* oleh Bank Dunia (www.worldbank.org).

6. Keterbatasan dan Saran

Buy back yang telah dirancang OJK untuk mempertahankan kinerja IHSG merupakan solusi yang baik untuk menjaga harga saham tidak turun semakin dalam, namun hanya dalam jangka waktu yang sangat pendek seperti yang ditunjukkan pada hasil penelitian mengenai peningkatan kinerja saham yang hanya terjadi pada pengumuman *buy back*. Seharusnya penyelesaiannya lebih kepada cara mengatasi lemahnya fundamental perekonomian Indonesia dan ketergantungan negara Indonesia yang tinggi terhadap pertumbuhan

perekonomian dunia, tidak hanya sekedar paket kebijakan darurat. Sehingga solusi yang ditawarkan haruslah berupa koordinasi dari berbagai pihak untuk menyelesaikan masalah ekonomi makro, yang setelah itu akan tercermin pada harga saham yang diharapkan mampu menciptakan peningkatan kinerja IHSG.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah periode penelitian yang pendek, mengingat peraturan OJK Nomor: 2/POJK.04/2013 ini baru diberlakukan pada bulan Agustus 2013, sehingga jumlah perusahaan yang melakukan *buy back* hanya sedikit, diharapkan untuk penelitian selanjutnya menggunakan jangka waktu yang lebih panjang demi memperoleh hasil penelitian yang tidak bias dan menyeluruh. Selain itu, metode estimasi *expected return* pada penelitian ini menggunakan *market model*. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan model ekspektasi yang lain seperti *market adjusted model* atau *mean adjusted model*.

DAFTAR PUSTAKA

- _____. (2013). *IDX Statistics*. Jakarta: Research Division Bursa Efek Indonesia.
- _____. (2013). Kondisi Global Masih Bergejolak, Bank Dunia Himbau Negara-Negara Berkembang Untuk Melindungi Pertumbuhan Ekonomi. (<http://www.worldbank.org/in/news/press-release/2013/01/15/wb-urges-developing-countries-safeguard-economic-growth-road-ahead-remains-bumpy> (online), diakses 25 April 2014).
- _____. (2013). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor: 2/Pojk.04/2013 Tentang Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik dalam Kondisi Pasar yang Berfluktuasi Secara Signifikan*. Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia.
- Adiningsih, Sri (2013). *Indonesian Economis Review and Outlook No 3/ Tahun II/ September 2013*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada.
- Arifin, Zaenal. (2005). *Teori Keuangan & Pasar Modal*. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia Fakultas Ekonomi UII.
- Auerbach, Alan J. (1991). *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*. University of Chicago Press.
- Badan Pusat Statistik. (2014). *Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Tahun 2013 Mencapai 5,78 Persen*. Berita Pusat Statistik No. 16/02/Th. XVII, 5 Februari 2014.
- Bandi, B., & Hartono, J. (2000). Perilaku Reaksi Harga Dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 3(2).

- Basu, Sanjoy. (1977) Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance* 32.3: 663-682.
- Bierman, H. (2007). Preface to 'The Bare Essentials of Investment: Teaching the Horse to Talk'. *H. Bierman, The Bare Essentials of Investment: Teaching The Horse to Talk*. World Scientific. 44-09.
- Chan, K., Ikenberry, D. L., & Lee, I. (2007). Do Managers Time The Market? Evidence From Open-Market Share Repurchases. *Journal Of Banking & Finance*, 31(9), 2673-2694.
- Chan, K., Ikenberry, D., & Lee, I. (2004). Economic sources of gain in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(03), 461-479.
- Cheng, M., & Christiawan, Y. J. (2011). Pengaruh Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Abnormal Return. *Doctoral dissertation, Petra Christian University*.
- Colley, John, et al. (2007). *Principles of General Management : The Art and Science of Getting Results Across Organizational Boundaries*. New Haven: Yale University Press.
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1991). The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. *The Journal of Finance*, 46(4), 1243-1271.
- Darmadji, Tjiptono & Fakhruddin, Hendy. (2001). *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta Salemba Empat.
- Fabozzi, Frank J.& Drake, Pamela Peterson. (2010). *Frank J. Fabozzi Series : Basics of Finance : An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management*. Hoboken: John Wiley& Sons.
- Fama, Eugene F. (1995). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*: 75-80.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal Of Finance*, 59(2), 651-680.
- Hadi, Nor. (2013). *Pasar Modal: Acuan Teoritis dan Praktis Investasi di Instrumen Keuangan Pasar Modal*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Halim, Abdul. (2005). *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hatakeda, T., & Isagawa, N. (2004). Stock price behavior surrounding stock repurchase announcements: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12(3), 271-290.
- Horne, & Wachowicz. (2007). *Prinsip- Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan, S. (1992). Efisiensi pasar modal Indonesia. *Jurnal Ekonomi Indonesia*, April, 24-34.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market Underreaction To Open Market Share Repurchases. *Journal Of Financial Economics*, 39(2), 181-208.
- Jogiyanto, H. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Ke-3*. Yogyakarta: BPFE.

- Jogiyanto, H. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* Edisi Ke-3. Yogyakarta: BPFE.
- Junizar, M. L., & Septiani, A. (2013). Pengaruh Pengumuman Pembelian Kembali Saham (Buy Back) terhadap Respon Pasar: Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Diponegoro Journal of Accounting*, 539-549.
- Kusumo, R. M., & Siti, M. (2011). Analisis Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Non Bank LQ 45. *Doctoral dissertation, Universitas Diponegoro*.
- Lasfer, M. A. (2000). The Market Valuation Of Share Repurchases In Europe. *City University Business School*.
- Lestari, S., & Subekti, I. (2013). Asosiasi Antara Pengumuman Kabinet Baru Tanggai 23 Agustus 2000 Dengan Stock Price Dan Trading Volume Activity Di Pt Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Tema*, 3(1), 59-81.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies In Economics and Finance. *Journal Of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work*. *The Journal Of Finance*, 25(2), 383-417.
- Marpaung, B. S., & Fadillah, A. (2012). Pengaruh Stock Buyback Terhadap Kinerja Saham Dan Kinerja Keuangan, Studi Kasus Pada PT. Jasuindo Tiga Perkasa, Tbk. *Jurnal Ilmiah Ranggagading (JIR)*, 12(2), halaman-136.
- Masulis, R. W. (1980). Stock Repurchase By Tender Offer: An Analysis of The Causes of Common Stock Price Changes. *The Journal of Finance*, 35(2), 305-319.
- Minh, Tuan. (2014). Vietnam Stock Market Records Highest Growth. ([http://www.hanoitimes.com.vn/economy/banking-and-finance/2014/01/81E0749A/vietnam-stock-market-records-highest-growth/\(online\)](http://www.hanoitimes.com.vn/economy/banking-and-finance/2014/01/81E0749A/vietnam-stock-market-records-highest-growth/(online))) Diakses 26 Februari 2014).
- Otchere, I., & Ross, M. (2002). Do Share Buy Back Announcements Convey Firm-Specific or Industry-Wide Information?: A Test of The Undervaluation Hypothesis. *International Review Of Financial Analysis*, 11(4), 511-531.
- Pasaribu, Fernando. (2010). Value at Risk Portofolio dan Likuiditas Saham. *Journal of Accounting and Management*. Vol.21, No. 2, Agustus 2010, 105-127.
- Petrus Paulus. (2013). Ekonomi RI Terancam Krisis di 2013. (<http://economy.okezone.com/read/2013/12/25/20/917226/ekonomi-ri-terancam-krisis-di-2013> (online), diakses 25 April 2014).
- Prayogo. Oginawa. (2013). (OJK: Emiten Sudah Boleh Buyback Saham Under Value [http://investasi.kontan.co.id/news/ojk-emiten-sudah-boleh-buyback-saham-under-value/\(online\)](http://investasi.kontan.co.id/news/ojk-emiten-sudah-boleh-buyback-saham-under-value/(online))) Diakses 26 Februari 2014).
- Prihantoro, D. M. B. (2001). *Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah Di BEJ Periode 1998-1999* (Doctoral Dissertation, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro).

- Rasbrant, Jonas. (2011). The Price Impact of Open Market Share Repurchases. *Department of Industrial Economics and Management, KTH Royal Institute of Technology, Sweden*.
- Rau, P. R., & Vermaelen, T. (2002). Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom*. *The Journal of Business*, 75(2), 245-282.
- Robert, Ang. (1995). *Buku Pintar Pasar Modal*. Jakarta: Media Sofit Indonesia.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Satyagraha. (2014). Kemenkeu: Defisit Anggaran 2013 Capai 2,24 Persen. (<http://www.antaranews.com/berita/412723/kemenkeu-defisit-anggaran-2013-capai-224-persen> (online), diakses 25 April 2014).
- Sekaran, Uma. (2009). *Research Methods For Bussiness*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sharpe, Willam F., Gordon J. Alexander, and Jefry V. Baily. (2005). *Investasi*. Edisi Keenam Bahasa Indonesia, Jilid 1 Jakarta. PT Indeks.
- Stephen, C., & Weisbach, M. (1998). Actual Share Reacquisition In Open-Market Repurchase Program. *Journal of Finance*, 53(1), 313-333.
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual Share Reacquisitions In Open-Market Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 53(1), 313-333.
- Tambunan, A. P. (2008). *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius (Anggota IKAPI).
- Taqiyyah, Barratut. (2013). Buyback Gagal Angkat Harga Saham, Mengapa?. (<http://fokus.kontan.co.id/news/buyback-gagal-angkat-harga-saham-mengapa> (online), diakses 25 April 2014).
- Trihardian, Lanang. (2013). Di Balik Rekor Terburuk IHSG 2013 dalam 5 Tahun. (<http://www.bareksa.com/en/text/2013/12/24/di-balik-rekor-terburuk-ihsg-2013-dalam-5-tahun/958/analisis/> (online) Diakses 26 Februari 2014).
- Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
- Vermaelen, T. (2005). *Share Repurchases*. Now Publishers Inc.
- Wibowo, H. S. (2009). Pengaruh Informasi Arus Kas Operasi Terhadap Return Saham Dengan Earnings Per Share sebagai Variabel Mediasi. *Doctoral Dissertation, Universitas Sebelas Maret Surakarta*.
- Wirajaya, A., & Gde, I. (2011). Reaksi Pasar Atas Pengumuman Corporate Governance Perception Index (Studi Peristiwa di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 6(1).
- Yook, K. C. (2010). Long-Run Stock Performance Following Stock Repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 323-331.