

## **Pengujian Hipotesis Signalling dan Free Cash Flow pada Keputusan Share Repurchase**

**Reynaldo Adriel**

*Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia.*

### **Abstrak**

Pada beberapa tahun terakhir, aktivitas share repurchase oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar di bursa mengalami peningkatan yang cukup drastis. Terdapat berbagai faktor yang menyebabkan sebuah perusahaan melakukan share repurchase. Penelitian ini meneliti perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada bursa efek utama di Amerika Serikat sebagai pasar modal terbesar di dunia. Penelitian ini akan fokus pada faktor-faktor yang menjelaskan keputusan perusahaan untuk melakukan share repurchase dengan bertumpu pada dua hipotesis utama, yaitu signalling dan free cash flow hypothesis. Lebih tepatnya, penelitian ini fokus pada dua variabel utama, yaitu information asymmetry dan excess cash. Selain itu, penelitian ini juga meneliti mengenai bagaimana dampak yang disebabkan oleh krisis finansial terhadap keputusan share repurchase perusahaan. Penelitian ini menggunakan model regresi logistik. Penelitian ini menemukan bahwa excess cash dan information asymmetry berpengaruh positif secara signifikan terhadap keputusan share repurchase perusahaan.

**Kata Kunci:** *share repurchase, krisis finansial, information asymmetry, excess cash*

Copyright (c) 2023 Reynaldo Adriel

---

✉Corresponding author :

Email Address : [reynaldo.adriel11@ui.ac.id](mailto:reynaldo.adriel11@ui.ac.id)

### **PENDAHULUAN**

Beberapa dekade yang lalu, perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat selalu memilih menggunakan dividen untuk mendistribusikan kas kepada para pemegang sahamnya. Akan tetapi, ada perubahan struktural dimana share repurchase mulai menjadi metode distribusi kas yang lebih populer di Amerika Serikat. Sejak tahun 1997, nominal share repurchase yang dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan di AS lebih besar daripada nominal dividen. Pada tahun 1980, 28% perusahaan publik di Amerika Serikat melakukan share repurchase. Pada tahun 2018, angka tersebut sudah mencapai 53%.

Pada tahun 2020 lalu, terjadi krisis finansial yang disebabkan oleh pandemik COVID-19. Krisis memberikan dampak yang sangat signifikan terhadap perilaku dan keputusan perusahaan-perusahaan. Salah satu fungsi share repurchase merupakan metode perusahaan untuk mendistribusikan kas yang perusahaan tersebut miliki. Adanya krisis, akan mengubah perilaku perusahaan-perusahaan karena banyak perusahaan yang rugi dan tidak memiliki kas. Keadaan krisis juga mengharuskan perusahaan untuk menjaga kasnya.

Oleh karena itu, penelitian ini tidak hanya akan meneliti share repurchase di Amerika Serikat secara keseluruhan saja. Penelitian ini akan melihat faktor-faktor yang mempengaruhi aktivitas share repurchase di Amerika Serikat selama krisis finansial. Penelitian ini akan menggunakan tahun 2020 sebagai periode krisis finansial. Penelitian ini akan fokus pada salah

satu kebijakan perusahaan share repurchase, terutama di pasar modal Amerika Serikat, pasar modal terbesar di dunia, pada saat krisis finansial.

Motivasi penelitian ini adalah karena urgency untuk memahami aktivitas perusahaan yang sangat fundamental dan praktiknya sangat banyak, namun penelitian yang meneliti share repurchase masih sangat minim, terutama faktor-faktor yang mempengaruhi share repurchase. Selain itu, penelitian yang meneliti keputusan perusahaan untuk melakukan atau tidak melakukan share repurchase bahkan lebih minim lagi. Penelitian- penelitian yang meneliti share repurchase cenderung melihat nominal yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk melakukan share repurchase. Hal ini memiliki kelemahan yang sangat fundamental karena sebelum mengerti mengapa sebuah perusahaan melakukan share repurchase dengan nominal yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan- perusahaan lain yang melakukan share repurchase juga, kita harus mengerti mengapa sebuah perusahaan memilih untuk melakukan share repurchase.

Karena salah satu tujuan penelitian ini adalah untuk melihat dampak krisis finansial, harus ada perbandingan diantara masa krisis finansial dan non-krisis. Oleh karena itu, penelitian ini akan meneliti 3 tahun penelitian, yaitu tahun 2018, 2019, dan 2020. Tahun 2018 dan 2019 merupakan masa non-krisis, sedangkan tahun 2020 merupakan masa krisis.

Setelah melakukan peninjauan literatur, penelitian ini memutuskan untuk fokus kepada dua hipotesis utama sebagai faktor yang memengaruhi keputusan share repurchase perusahaan, yaitu signalling dan free cash flow hypothesis.

Secara singkat, *signalling hypothesis* mengatakan bahwa sebuah perusahaan akan melakukan *share repurchase* untuk memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan mereka memiliki prospek yang baik. Seringkali, perusahaan harus melakukan *share repurchase* karena pasar tidak memperhatikan prospek perusahaan yang semakin baik. *Free cash flow hypothesis* mengatakan bahwa perusahaan melakukan *share repurchase* karena perusahaan memiliki kas yang terlalu banyak relatif terhadap kesempatan perusahaan tersebut untuk berinvestasi. Perusahaan lebih baik membagikan kas tersebut daripada membuang-buangnya pada proyek yang kurang menguntungkan, bahkan memiliki NPV yang negatif. Dua hipotesis ini akan dijelaskan secara lebih dalam pada bab 2, yaitu pada kajian literatur. Pertanyaan-pertanyaan penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaruh *information asymmetry* terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan?
2. Bagaimana pengaruh *excess cash* terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh krisis finansial terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan?

Setelah melakukan tinjauan literatur yang lebih mendalam terhadap setiap variabel, ditemukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

1. *Information asymmetry* berpengaruh secara positif terhadap keputusan *share repurchase*
2. *Excess cash* berpengaruh secara positif terhadap keputusan *share repurchase*
3. Krisis Finansial berpengaruh secara negatif terhadap keputusan *share repurchase*

## METODE

Penelitian ini akan menggunakan data perusahaan-perusahaan yang berada di Amerika Serikat. Selain itu, penelitian ini juga memiliki beberapa kriteria khusus yang harus dipenuhi oleh perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel agar tujuan penelitian tesis ini tercapai.

Pertama, penelitian ini mencari semua perusahaan yang terdaftar dalam bursa NYSE dan NASDAQ pada tahun 2018, 2019, dan 2020. Selanjutnya, penelitian ini mengecualikan perusahaan-perusahaan yang berada pada sektor finansial, real estate, dan *utility* karena perusahaan-perusahaan yang berada pada sektor-sektor tersebut memiliki operasi bisnis yang berbeda. Penelitian ini juga mengecualikan perusahaan-perusahaan dengan laporan keuangan yang tidak lengkap.

Penelitian ini akan menggunakan analisis regresi logistik untuk mengolah data dalam penelitian ini. Penelitian ini akan menggunakan dua *software* utama, yaitu SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) dan Microsoft Excel. Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase* pada tiga periode, yaitu tahun 2018, 2019, dan 2020. Kemudian, penelitian ini akan membandingkan model perusahaan yang tidak melakukan *share repurchase* dan perusahaan yang melakukan *share repurchase*. Model penelitian ini adalah sebagai berikut:

*Share Repurchase*

$$= \beta_0 + \beta_1 IAR_{t-1} + e_1 + \beta_2 \text{Krisis Finansial}_t + e_2 \\ + \beta_3 \text{Krisis Finansial}_t * IAR_{t-1} + e_3 + \gamma_1 MBR_{t-1} + e_4 + \gamma_2 ROA_{t-1} + e_5 \\ + \gamma_3 GOR_{t-1} + e_6$$

IAR: *Information Asymmetry Ratio* MBR: *Market-to-Book Ratio* ROA: *Return-on-Assets*  
GOR: *Growth Opportunities Ratio*  $\beta$ : Koefisien variabel independen  $\gamma$ : Koefisien variabel kontrol

*Share Repurchase*

$$= \beta_0 + \beta_1 ECR_{t-1} + e_1 + \beta_2 \text{Krisis Finansial}_t + e_2 \\ + \beta_3 \text{Krisis Finansial}_t * ECR_{t-1} + e_3 + \gamma_1 MBR_{t-1} + e_4 + \gamma_2 ROA_{t-1} \\ + e_5 + \gamma_3 GOR_{t-1} + e_6$$

ECR: *Excess Cash Ratio*

*Share Repurchase*

$$= \beta_0 + \beta_1 IAR_{t-1} + e_1 + \beta_2 ECR_{t-1} + e_2 + \beta_3 \text{Krisis Finansial}_t + e_3 \\ + \beta_4 \text{Krisis Finansial}_t * IAR_{t-1} + e_4 + \beta_5 \text{Krisis Finansial}_t * ECR_{t-1} + e_5 + \gamma_1 MBR_{t-1} + e_6 + \\ \gamma_2 ROA_{t-1} + e_7 + \gamma_3 GOR_{t-1} + e_8$$

Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan regresi logistik. Menurut LaValley (2008), regresi logistik merupakan sebuah analisis regresi yang modelnya memiliki basis untuk memprediksi kemungkinan terjadinya suatu peristiwa (variabel dependen) berdasarkan prediktor-prediktornya (variabel independen). Model regresi logistik menggunakan logaritma kemungkinan tersebut sebagai fungsi regresi dari prediktor.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 Casewise List Model Penelitian 1

Case	SResid
2224	3.092
2303	-4.341
2304	-4.358
2311	-3.099
2976	-4.290
3126	-3.435
3444	-3.354
3651	-3.102

Tabel diatas menunjukkan hasil *Casewise List* yang dilakukan pada model penelitian 1 sebelum dilakukannya analisis regresi logistik. Dari 4,396 data, 8 diantaranya merupakan *outliers* yang harus dihilangkan sebelum melakukan regresi logistik.

Tabel 2 Uji Model Penelitian 1

	Chi-Square	df	Sig.
<b>Step</b>	813.555	6	0.000
<b>Block</b>	813.555	6	0.000
<b>Model</b>	813.555	6	0.000

Penelitian ini menggunakan tes omnibus untuk melakukan uji model. Pada tes omnibus, hipotesa awalnya adalah bahwa penambahan variabel-variabel independen ke dalam model memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Tabel diatas menunjukkan bahwa model penelitian 1 signifikan karena signifikansi tes omnibus *model* berada dibawah 0.05 dan hipotesa awal bisa ditolak. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel independen yang berada pada model penelitian 1, secara kolektif, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan. Akan tetapi, model yang signifikan bukan berarti memiliki banyak variabel yang signifikan, terutama variabel independen yang menjadi fokus dalam penelitian ini. Oleh karena itu, perlu dilakukan analisis regresi logistik untuk melihat signifikansi setiap variabel.

Tabel 3 Model Summary Model Penelitian 1

-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
5268.161	.169	.226

Tabel *model summary* diatas menunjukkan R square dengan dua perhitungan yang berbeda, yaitu Cox & Snell R square dan Nagelkerke R square. Tabel tersebut menunjukkan bahwa varians dari model ini bisa menjelaskan 16.9% atau 22.6% dari varians variabel dependen.

Tabel 4 Analisis Regresi Logistik Model Penelitian 1

	Coefficient	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for Exp(B)	
							Lower	Upper
Krisis	-0.192**	0.088	4.804	1	0.028	0.825	0.695	0.980
Information Asymmetry	0.531**	0.262	4.114	1	0.043	1.701	1.018	2.841
Krisis * Information Asymmetry	0.043	0.44	0.01	1	0.922	1.044	0.441	2.473
Undervaluation	0.002	0.005	0.203	1	0.652	1.002	0.992	1.013
Performa Perusahaan	0.074***	0.004	374.257	1	0.000	1.077	1.069	1.085
Growth Opportunities	-0.055	0.038	2.076	1	0.150	0.946	0.878	1.020
Constant	-0.207***	0.071	8.533	1	0.003	0.813		

Catatan: \*\*\* p<0.01; \*\* p<0.05; \* p<0.1

Tabel diatas merupakan tabel paling penting dalam analisis regresi logistik. Kolom-kolom pada tabel tersebut memberikan informasi yang mampu menjawab pertanyaan-pertanyaan penelitian ini. Dari kolom-kolom tabel tersebut, terdapat dua kolom yang paling penting, yaitu kolom Sig. dan Exp (B). Kolom Sig. menunjukkan apakah sebuah variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Dari analisis diatas, bisa kita lihat bahwa variabel-variabel yang signifikan adalah krisis finansial, *information asymmetry*, dan performa perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesa pertama penelitian ini benar karena *information asymmetry* berpengaruh signifikan positif terhadap keputusan *share repurchase* sebuah perusahaan.

*Signalling hypothesis* mengatakan bahwa *share repurchase* adalah salah satu usaha manajemen untuk memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan mereka memiliki prospek yang baik di masa depan. Oleh karena itu, semakin besar *information asymmetry*, seharusnya, semakin besar juga kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase*. Penelitian ini menunjukkan hal tersebut. Terdapat beberapa penelitian yang mendukung pernyataan tersebut, seperti Barth & Kasznik (1999), Ikenberry & Vermaelen (1996), Lo et al (2008), dan Wu (2012).

Kolom penting selanjutnya adalah kolom Exp (B). Kolom Exp (B) merupakan antilogaritma dari kolom B. Variabel krisis memiliki nilai Exp (B) dibawah 1.000, yaitu 0.825. Hal ini menunjukkan bahwa krisis berpengaruh secara negatif terhadap aktivitas *share repurchase* perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Pada keadaan krisis finansial, kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase* turun sebesar 17.5% (0.175) dibandingkan dengan pada keadaan non-krisis. Kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase* selama krisis adalah 45.21%, sedangkan kemungkinan perusahaan tidak melakukan *share repurchase* selama krisis adalah 54.79%

Variabel *information asymmetry* memiliki nilai Exp (B) diatas 1.000, yaitu 1.701. Ketika sebuah perusahaan memiliki *information asymmetry* yang relatif besar, kemungkinan perusahaan tersebut melakukan *share repurchase* bertambah sebesar 70.1% (0.701). Perusahaan yang memiliki *information asymmetry* yang tinggi memiliki kemungkinan 62.98% untuk melakukan *share repurchase*. Hal tersebut, sejalan dengan hipotesa penelitian bahwa *information asymmetry* berpengaruh secara positif terhadap aktivitas *share repurchase* perusahaan.

Variabel yang signifikan pada model penelitian 1 lainnya adalah variabel performa perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Kooli & L'Her (2010) yang menemukan bahwa *return on assets* (RoA) berpengaruh positif signifikan terhadap *share repurchase* dengan menggunakan model multinomial probit. Variabel performa perusahaan memiliki nilai Exp (B) diatas 1.000, yaitu 1.077. Hal ini menunjukkan bahwa performa perusahaan sebelum melakukan *share repurchase* berpengaruh secara positif terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan. Setiap performa perusahaan meningkat sebesar 1%, kemungkinan perusahaan tersebut melakukan *share repurchase* meningkat sebesar 7.7%. Semakin baik performa perusahaan sebelum *share repurchase*, semakin besar kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase*.

Tabel 5 Ringkasan Pengaruh Variabel-Variabel Signifikan Model Penelitian 1

Variabel	Exp(B)	Perubahan Kemungkinan Melakukan <i>Share Repurchase</i>	Kemungkinan <i>Share Repurchase</i> Ketika Nilai Tinggi	Kemungkinan <i>Share Repurchase</i> Ketika Nilai Rendah
Krisis Finansial	0.825	-17.50%	45.21%	54.79%
Information Asymmetry	1.701	70.10%	62.98%	37.02%
Performa Perusahaan	1.077	7.70%	51.85%	48.15%

Tabel 6 Casewise List Model Penelitian 2

Case	SResid
2224	3.154
2303	-4.434
2304	-4.459
2311	-3.12
2976	-4.413
3126	-3.462
3444	-3.351
3651	-3.278
3708	-3.406

Tabel diatas menunjukkan hasil *Casewise List* yang dilakukan pada model penelitian 1 sebelum dilakukannya analisis regresi logistik. Dari 4,396 data, 9 diantaranya merupakan *outliers* yang harus dihilangkan sebelum melakukan regresi logistik.

Tabel 7 Uji Model Penelitian 2

	Chi-square	df	Sig.
Step	834.170	6	.000
Model	834.170	6	.000

Tabel diatas menunjukkan bahwa model penelitian 2 signifikan karena signifikansi tes omnibus *model* berada dibawah 0.05 dan hipotesa awal bisa ditolak. Hal tersebut berarti kita menerima hipotesa alternatif, yaitu bahwa model memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 8 Model Summary Model Penelitian 2

-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
5247.546	.173	.231

Tabel *model summary* diatas menunjukkan R square dengan dua perhitungan yang berbeda, yaitu Cox & Snell R square dan Nagelkerke R square. Tabel tersebut menunjukkan bahwa varians dari model ini hanya bisa menjelaskan 17.3% atau 23.1% dari varians variabel dependen. R Square model penelitian 2 lebih besar daripada R Square model penelitian 1 yang berarti model ini sedikit lebih baik daripada model penelitian 1. Kita tahu bahwa perbedaan model penelitian 1 dan 2 adalah mengubah variabel *information asymmetry* menjadi *excess cash*. Hal ini berarti variabel *excess cash* sedikit lebih signifikan daripada variabel *information asymmetry*. Hal tersebut bisa terlihat pada Tabel 4.9.

Tabel 9 Analisis Regresi Logistik Model Penelitian 2

	Coefficient	S.E.	Wald	d f	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for Exp(B)	
							Lower	Upper
Krisis	-0.197***	0.069	8.127	1	0.004	0.821	0.717	0.940
Excess Cash	0.252***	0.055	20.796	1	0.000	1.286	1.154	1.433
Krisis * Excess Cash	-0.066	0.092	0.515	1	0.473	0.936	0.781	1.122
Undervaluation	0.002	0.006	0.114	1	0.736	1.002	0.991	1.013

Performa Perusahaan	0.074***	0.004	391.625	1	0.000	1.077	1.069	1.085
Growth Opportunities	-0.053	0.037	2.031	1	0.154	0.949	0.882	1.020
Constant	0.072*	0.043	2.769	1	0.096	1.075		

Catatan: \*\*\* p<0.01; \*\* p<0.05; \* p<0.1

Terdapat hal menarik dari model penelitian 2 ini. Salah satunya adalah bahwa variabel independen yang diamati, *excess cash*, berpengaruh signifikan karena memiliki nilai Sig. dibawah 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *excess cash* berpengaruh secara signifikan terhadap variabel *share repurchase*. *Excess cash* berpengaruh positif terhadap *share repurchase* yang berarti semakin besar *excess cash* sebuah perusahaan, semakin besar pula kemungkinan perusahaan tersebut melakukan *share repurchase*. Hal ini sejalan dengan hipotesa 2 penelitian ini, yaitu *excess cash* berpengaruh secara positif terhadap *share repurchase*.

*Free cash flow hypothesis* mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki kas melimpah (*excess cash*) akan melakukan *share repurchase*. Alasannya adalah karena investor tidak ingin manajemen melakukan *overinvest*, apalagi pada proyek-proyek yang memiliki NPV yang negatif. Manajemen lebih baik membayarkan kas tersebut kepada investor lewat *share repurchase*. Penelitian ini setuju dengan hasil beberapa penelitian sebelumnya, seperti Barth & Kasznik (1999), Grullon & Michaely (2004), dan Lee & Suh (2011).

Sig. *excess cash* adalah 0.000 yang berarti penjelasan pada bagian sebelumnya mengenai mengapa model penelitian 2 lebih baik daripada model penelitian 1 adalah karena signifikansi variabel *excess cash* lebih besar daripada variabel *information asymmetry*. *Excess cash* memiliki Exp (B) sebesar 1.286. Perusahaan dengan *excess cash* yang lebih besar memiliki kemungkinan untuk melakukan *share repurchase* lebih besar 28.6% dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *excess cash* yang lebih kecil. Perusahaan yang memiliki *excess cash* yang relatif besar memiliki kemungkinan sebesar 56.26% untuk melakukan *share repurchase*.

Salah satu hal yang menarik dari model penelitian 2 ini adalah bahwa signifikansi variabel krisis finansial bertambah besar. Akan tetapi, dari segi Exp(B), dampak krisis finansial terhadap keputusan *share repurchase* sebuah perusahaan tidak terlalu berbeda dari model penelitian 1. Pada saat krisis finansial, kemungkinan sebuah perusahaan untuk melakukan *share repurchase* menurun sebesar 17.9%. Kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase* pada saat krisis finansial adalah 45.09%.

Variabel lainnya yang signifikan pada model penelitian 2 adalah variabel performa perusahaan, sama seperti pada model penelitian 1. Variabel performa perusahaan memiliki nilai Exp (B) diatas 1.000, yaitu 1.077. Angka ini sama persis dengan model penelitian 1. Hal ini menunjukkan bahwa performa perusahaan sebelum melakukan *share repurchase* berpengaruh secara positif terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan. Semakin baik performa perusahaan sebelum *share repurchase*, semakin besar kemungkinan sebuah perusahaan melakukan *share repurchase*.

Tabel 10 Ringkasan Pengaruh Variabel-Variabel Signifikan Model Penelitian 2

Variabel	Exp(B)	Perubahan Kemungkinan Melakukan Share Repurchase	Kemungkinan Share Repurchase Ketika Nilai Tinggi	Kemungkinan Share Repurchase Ketika Nilai Rendah
Krisis Finansial	0.821	-17.90%	45.09%	54.91%
Excess Cash	1.286	28.60%	56.26%	43.74%
Performa Perusahaan	1.077	7.70%	51.85%	48.15%

Tabel 11 Casewise List Model Penelitian 2

Case	Sresid
2224	3.125
2303	-4.424
2304	-4.449
2311	-3.096
2976	-4.405
3126	-3.443
3444	-3.386
3651	-3.264
3708	-3.031

Tabel diatas menunjukkan hasil *Casewise List* yang dilakukan pada model penelitian 1 sebelum dilakukannya analisis regresi logistik. Dari 4,396 data, 9 diantaranya merupakan *outliers* yang harus dihilangkan sebelum melakukan regresi logistik.

Tabel 12 Uji Model Penelitian 3

	Chi-square	df	Sig.
<b>Step</b>	844.046	8	.000
<b>Model</b>	844.046	8	.000

Tabel diatas menunjukkan bahwa model penelitian 3 signifikan karena signifikansi tes omnibus *model* berada dibawah 0.05 dan hipotesa awal bisa ditolak. Hal tersebut berarti kita menerima hipotesa alternatif, yaitu bahwa model memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, model penelitian 3 ini juga cocok untuk menjelaskan mengapa perusahaan melakukan *share repurchase*.

Tabel 13 Model Summary Model Penelitian 3

-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
5237.670	.175	.233

Tabel *model summary* diatas menunjukkan R square dengan dua perhitungan yang berbeda, yaitu Cox & Snell R square dan Nagelkerke R square. Tabel tersebut menunjukkan bahwa varians dari model ini hanya bisa menjelaskan 17.5% atau 23.3% dari varians variabel dependen. Model penelitian 3 memiliki R Square yang sedikit lebih besar dibandingkan dengan model penelitian 2. Akan tetapi, bukan berarti model penelitian 3 lebih baik daripada model penelitian 2. Model penelitian 3 merupakan model penelitian 2 ditambah dua variabel independen lain, yaitu *information asymmetry* dan *krisis\*information asymmetry*. Oleh karena itu, R Square model penelitian 3 pasti lebih besar karena memiliki lebih banyak variabel independen.

Tabel 14 Analisis Regresi Logistik Model Penelitian 3

	Coefficient	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for Exp(B)	
							Lower	Upper
Krisis	-0.192**	0.088	4.765	1	0.029	0.825	0.695	0.981
Information Asymmetry	0.675**	0.264	6.518	1	0.011	1.964	1.170	3.298

Krisis * Information Asymmetry	-0.031	0.443	0.005	1	0.944	0.969	0.406	2.312
Excess Cash	0.268***	0.056	23.158	1	0.000	1.307	1.172	1.458
Krisis * Excess Cash	-0.072	0.093	0.603	1	0.438	0.930	0.775	1.116
Undervaluation	0.002	0.006	0.171	1	0.679	1.002	0.991	1.013
Performa Perusahaan	0.074***	0.004	390.536	1	0.000	1.077	1.069	1.085
Growth Opportunities	-0.050	0.038	1.720	1	0.190	0.951	0.883	1.025
Constant	-0.012	0.055	0.050	1	0.822	0.988		

Hal yang menarik dari kolom Sig. pada model penelitian 3 ini adalah bahwa variabel-variabel yang signifikan masih sama dengan variabel-variabel yang signifikan pada model penelitian 1 dan 2. Hal ini mengkonfirmasi hasil penelitian ini bahwa variabel krisis finansial, *information asymmetry*, *excess cash*, dan performa perusahaan mempengaruhi keputusan *share repurchase* sebuah perusahaan secara signifikan. Uji *robustness* penelitian ini dengan membuat tiga model penelitian dan bukan hanya menggabungkan semua variabel yang ada memiliki manfaat. Kita jadi semakin yakin bahwa empat variabel tersebut memang mempengaruhi keputusan *share repurchase* sebuah perusahaan secara signifikan.

Jika kita melihat arah pengaruh serta Exp(B)-nya, kita juga akan melihat bahwa tidak terlalu banyak perubahan dari model penelitian 1 dan 2 jika dibandingkan dengan model penelitian 3. Salah satunya adalah variabel krisis finansial dengan Exp(B) 0.825 yang berarti krisis finansial mengurangi kemungkinan sebuah perusahaan untuk melakukan *share repurchase* sebesar 17.5%. Ketika krisis finansial, kemungkinan perusahaan melakukan *share repurchase* hanya lah 45.21%. Angka tersebut sama dengan model penelitian 1.

Pada model penelitian 3, pengaruh *information asymmetry* terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan bertambah. Perusahaan dengan *information asymmetry* yang relatif tinggi 96.4% lebih mungkin melakukan *share repurchase* daripada perusahaan dengan *information asymmetry* yang relatif rendah. Kemungkinan sebuah perusahaan dengan *information asymmetry* yang relatif tinggi melakukan *share repurchase* adalah 66.26%.

Pengaruh *excess cash* terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan pada model penelitian 3 tidak terlalu berbeda dengan model penelitian 2. Perusahaan dengan *excess cash* yang relatif tinggi 30.7% lebih mungkin melakukan *share repurchase* daripada perusahaan dengan *excess cash* yang relatif rendah. Kemungkinan sebuah perusahaan dengan *excess cash* yang relatif tinggi melakukan *share repurchase* adalah 56.65%.

Terakhir, walaupun bukan merupakan fokus penelitian ini, variabel performa perusahaan juga selalu berpengaruh secara positif signifikan terhadap keputusan *share repurchase* perusahaan. Bukan hanya itu, ada hal menarik yang bisa kita perhatikan dari variabel performa perusahaan. Pertama, signifikansinya yang selalu sangat besar. Kedua, pengaruhnya terhadap keputusan *share repurchase* yang selalu sama. Hal ini bisa dilihat dari bagaimana Exp(B) variabel performa perusahaan selalu sama pada semua model penelitian.

Tabel 15 Ringkasan Pengaruh Variabel-Variabel Signifikan Model Penelitian 3

Variabel	Exp(B)	Perubahan Kemungkinan Melakukan Share Repurchase	Kemungkinan Share Repurchase Ketika Nilai Tinggi	Kemungkinan Share Repurchase Ketika Nilai Rendah
Krisis Finansial	0.825	-17.50%	45.21%	54.79%
Information Asymmetry	1.964	96.40%	66.26%	33.74%
Excess Cash	1.307	30.70%	56.65%	43.35%
Performa Perusahaan	1.077	7.70%	51.85%	48.15%

## SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian empiris yang telah dilakukan, terdapat beberapa kesimpulan yang bisa diambil. Pertama, variabel information asymmetry berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan share repurchase sebuah perusahaan. Information asymmetry mempengaruhi keputusan share repurchase secara positif. Perusahaan dengan information asymmetry yang lebih tinggi memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk melakukan share repurchase. Sebaliknya, perusahaan dengan information asymmetry yang rendah memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk melakukan share repurchase. Hal ini sejalan dengan kesimpulan yang didapatkan dari beberapa penelitian sebelumnya, seperti Barth & Kasznik (1999), Ikenberry & Vermaelen (1996), Lo et al (2008), dan Wu (2012). Perusahaan dengan information asymmetry yang besar akan melakukan share repurchase. Hal tersebut adalah karena terdapat perbedaan informasi yang cukup besar diantara manajemen dan pemegang saham. Semakin besar perbedaan informasi tersebut, manajemen semakin merasa perlu untuk melakukan share repurchase untuk memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaannya memiliki prospek yang baik.

Kedua, variabel excess cash berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan share repurchase sebuah perusahaan. Excess cash mempengaruhi keputusan share repurchase secara positif. Perusahaan yang memiliki excess cash yang besar memiliki kemungkinan lebih besar untuk melakukan share repurchase. Hal ini sejalan dengan kesimpulan yang didapatkan dari beberapa penelitian sebelumnya, seperti Barth & Kasznik (1999), Grullon & Michaely (2004), dan Lee & Suh (2011). Perusahaan yang memiliki kas melimpah akan melakukan share repurchase. Alasannya adalah karena investor tidak ingin manajemen melakukan overinvest, apalagi pada proyek-proyek yang memiliki NPV yang negatif. Manajemen lebih baik membayarkan kas tersebut kepada investor lewat share repurchase.

Jadi, dapat disimpulkan bahwa hipotesis satu dan dua penelitian ini, yaitu bahwa excess cash dan information asymmetry berpengaruh secara positif signifikan terhadap keputusan share repurchase sebuah perusahaan bisa diterima.

## Referensi :

- Barth, M. E., & Kasznik, R. (1999). Share repurchases and intangible assets. *Journal of accounting and economics*, 28(2), 211-241.
- Benhamouda, Z., & Watson, R. (2010). A research note on the determinants of UK corporate share repurchase decisions. *Applied Financial Economics*, 20(7), 529-541.
- Daniel, W. W., & Cross, C. L. (2018). *Biostatistics: A Foundation for Analysis in the Health Sciences*. Wiley.

- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *the Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Healy, P., & Palepu, K. (1995). The Challenges of Investor Communication The Case of CUC International, Inc. *Journal of Financial Economics*.
- Henderson, R., & Platt, E. (2020). US share buybacks almost cut in half by pandemic. *Financial Times*. Diakses pada 21 Oktober 2022, dari <https://www.ft.com/content/c60ea33a-9bea-49ff-b967-86149203412a>
- Ikenberry, D. L., & Vermaelen, T. (1996). The option to repurchase stock. *Financial Management*, 9-24.
- Jacob, M., & Jacob, M. (2013). Taxation, dividends, and share repurchases: Taking evidence global. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1241-1269.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of financial Economics*, 57(3), 355-384.
- Kooli, M., & L'Her, J. F. (2010). Dividends versus share repurchases evidence from Canada: 1985-2003. *Financial Review*, 45(1), 57-81.
- Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329.
- Lo, K. H., Wang, K., & Yeh, C. T. (2008). Stock repurchase and agency problems: New evidence in Taiwan's stock market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 44(1), 84-94.
- Mishkin, F. S. (1992). Anatomy of a Financial Crisis. *Journal of Evolutionary Economics*, 2(2), 115-130.
- Olasiuk, H. P., Bhasker, S., & Patra, S. (2020). Cash Dividends and Share Repurchases in Ukrainian Pharmaceutical Companies. *Global Business Review*.
- Shoven, J. B. (1987). The Tax Consequences of Share Repurchases and Other Non-Dividend Cash Payments to Equity Owners. *Tax Policy and the Economy*, 1.
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (1998). Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs. *The Journal of finance*, 53(1), 313-333.
- Wesson, N., Smit, E., Kidd, M., & Hamman, W. D. (2018). Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments. *Research in International Business and Finance*, 45, 180-196.
- Wu, R. S. (2012). Agency theory and open-market share repurchases: Evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48, 6-23.

Zeng, L., & Luk, P. (2020). Examining share repurchasing and the S&P buyback indices in the US market. S&P Dow Jones Indices, March.