
PENGARUH *SHARE REPURCHASE* DAN LIKUIDITAS TERHADAP VOLATILITAS SAHAM

Samuel Yohanes Sukmana
Program Studi Manajemen, Universitas Indonesia
samuel.yohanes@ui.ac.id (*corresponding author*)

Masuk: 19-06-2023, revisi: 10-07-2023, diterima untuk diterbitkan: 10-07-2023

Abstract: FSA oversees capital market regulations to maintain the stability of the Indonesian capital market, especially during unstable conditions, through a share repurchase policy. This study aims to analyze the relationship between share repurchase and liquidity on stock volatility. The research sample was selected using a purposive sampling technique, and 137 samples met the criteria. Data analysis was performed using multiple linear regression. The results of this study indicate that share repurchase has a significant negative effect on stock volatility, and liquidity has a significant positive effect on stock volatility. These findings indicate that share repurchasing can be considered for companies to reduce stock volatility in the short term, and they need to pay attention to stock liquidity conditions as a factor affecting stock price fluctuations.

Keywords: Share Repurchase, Stock Liquidity, Stock Volatility

Abstrak: OJK mengatur regulasi pasar modal untuk menjaga stabilitas pasar modal Indonesia terutama pada saat kondisi berfluktuasi, salah satunya melalui kebijakan *share repurchase*. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis hubungan *share repurchase* dan likuiditas terhadap volatilitas saham. Sampel penelitian dipilih dengan teknik *purposive sampling* dan terdapat 137 sampel yang memenuhi kriteria. Analisis data menggunakan regresi linear berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *share repurchase* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap volatilitas saham dan likuiditas berpengaruh positif secara signifikan terhadap volatilitas saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa *share repurchase* dapat dijadikan pertimbangan bagi perusahaan untuk upaya meredam volatilitas saham dalam jangka pendek, serta perlu memperhatikan kondisi likuiditas saham sebagai faktor yang mempengaruhi fluktuasi harga saham.

Kata Kunci: *Share Repurchase*, Likuiditas Saham, Volatilitas Saham

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pandemi Covid-19 sangat berdampak pada pasar modal sehingga terjadi tren penurunan harga saham selama di bawah situasi tidak pasti. Tren penurunan pasar modal terjadi secara global setelah *World Health Organization* (WHO) mengumumkan wabah pandemi Covid-19 pada 11 Maret 2020. S&P500 mengalami penurunan tercepat ke pasar *bearish*. Nikkei225 dan FTSE100 jatuh sebanyak 10%. Di Perancis dan Jerman, indeks turun lebih dari 12% dan di Italia turun 16,9% (Pirgaip, 2021). Gelombang penurunan tajam tersebut juga berdampak pada pasar modal Indonesia, dimana Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada bulan Maret 2020 mengalami penurunan sebesar 18,46% sejak awal 2020.

Untuk meredam kondisi pasar modal yang tidak stabil yang disebabkan pandemi Covid-19, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengeluarkan Surat Edaran Otoritas Jasa Keuangan (SEOJK) Nomor 3/SEOJK.04/2020 tanggal 9 Maret 2020 mengenai relaksasi pelaksanaan pembelian kembali saham. SEOJK tersebut mengacu pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 2/POJK.04/2013. Kebijakan tersebut ditetapkan OJK sebagai upaya untuk menjaga kinerja dan stabilitas pasar modal Indonesia dalam jangka pendek. Melalui kebijakan ini, perusahaan mendapatkan kemudahan dalam melakukan aksi korporasi pembelian kembali

saham, yaitu pembelian kembali saham dapat dilakukan tanpa perlu memperoleh persetujuan RUPS terlebih dahulu. Dengan adanya kebijakan ini, menarik untuk diteliti lebih lanjut bagaimana efektivitas kebijakan tersebut dalam mengurangi volatilitas jangka pendek.

Penelitian terdahulu mengenai *share repurchase* lebih terfokus pada faktor karakteristik perusahaan yang melaksanakan aksi korporasi tersebut, sedangkan penelitian yang membahas motif *share repurchase* untuk menstabilkan harga saham masih sangat terbatas. Menurut H. B. Wang et al. (2021), *share repurchase* merupakan salah satu cara yang dapat memberikan nilai bagi pasar yang kurang berkembang (*less developed market*) dimana tingkat volatilitasnya tinggi. Selain itu, Kim (2007) mengatakan bahwa terdapat efek *price support* dari eksekusi transaksi *share repurchase*.

Selain meneliti hubungan *share repurchase* dengan volatilitas, penelitian ini juga melibatkan analisis faktor lain yang dapat mempengaruhi volatilitas harga saham, yaitu likuiditas. Memahami dampak likuiditas pada volatilitas saham sangat penting bagi pelaku pasar modal dan pembuat kebijakan untuk membuat keputusan di pasar saham. Likuiditas dan volatilitas harga merupakan variabel yang paling banyak dipelajari dalam literatur mikro struktur pasar keuangan karena menjadi perhatian banyak pihak. Volatilitas mencerminkan variabilitas harga saham dari waktu ke waktu, sedangkan likuiditas biasanya didefinisikan sebagai kemampuan untuk membeli dan menjual saham dengan sedikit dampak pada harga dan dengan biaya rendah (Chordia et al., 2000). Baik volatilitas maupun likuiditas mempengaruhi manajemen risiko, *asset pricing*, dan pembuatan portofolio (Ait-Sahalia et al., 2012; Amihud & Mendelson, 2015; Chakravarty & Holden, 1995).

Para pelaku pasar modal tertarik untuk memperoleh informasi dari variabel-variabel ini untuk mengetahui bagaimana interaksi dari variabel-variabel tersebut terhadap informasi baru agar dapat digunakan dalam memprediksi harga di masa depan. Pembuat kebijakan dan regulator tertarik untuk mengetahui bagaimana perubahan dari variabel-variabel ini berdampak pada aktivitas pasar dan regulasinya (G. H. K. Wang & Yau, 2000).

Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut untuk lebih memahami hubungan antara likuiditas dan volatilitas saham serta implikasinya bagi pelaku pasar modal. Secara khusus, selama masa krisis keuangan dampak likuiditas terhadap volatilitas saham bisa menjadi lebih signifikan. Pandemi Covid-19 telah menyebabkan volatilitas pasar yang lebih signifikan dari biasanya, menjadikannya waktu yang tepat untuk menganalisis hubungan antara likuiditas dan volatilitas saham dalam konteks gangguan pasar yang besar.

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana pengaruh *share repurchase* dan likuiditas terhadap volatilitas saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, khususnya pada masa krisis.

TINJAUAN PUSTAKA

Volatilitas Saham

Volatilitas merupakan fluktuasi perubahan harga saham tanpa bisa diperkirakan. Pada saat pergerakan harga saham sangat fluktuatif, maka ketidakpastian akan kondisi di masa yang akan datang semakin meningkat. Tingginya ketidakpastian ini akan menurunkan minat investor untuk melakukan transaksi. Fluktuasi harga saham atau *return* yang cenderung tidak menentu dapat dikatakan sebagai risiko. Jika suatu saham memiliki volatilitas yang tinggi, maka risiko saham itu juga akan dianggap tinggi.

Tandelilin (2001) mengatakan bahwa untuk risiko total dari imbal hasil yang diharapkan atau *expected return* dari suatu investasi dapat dihitung dari varians maupun standar deviasi investasi tersebut. Varians dan standar deviasi mencerminkan sejauh mana distribusi probabilitas variabel acak menyebar dari nilai rata-ratanya. Semakin besar penyebaran tersebut, semakin tinggi nilai varians atau standar deviasinya, yang artinya semakin besar pula risiko dan volatilitasnya.

Share Repurchase

Stabilisasi harga saham berkaitan erat dengan volatilitas imbal hasil saham. *Share repurchase* berpotensi mengurangi volatilitas imbal hasil dengan menahan pergerakan harga saham yang menurun (H. B. Wang et al., 2021). Hong et al. (2008) mengajukan model analisis tentang stabilisasi harga saham perusahaan. Asumsi utama dari model ini adalah perusahaan bersedia melakukan intervensi di pasar untuk saham mereka sendiri, yaitu dengan membeli kembali atau menerbitkan saham sendiri, ketika ada ketidaksesuaian antara harga saham dan nilai fundamentalnya yang diakibatkan guncangan likuiditas. Perusahaan melakukan pembelian kembali saat saham mereka dinilai terlalu rendah (*undervalued*), dimana perusahaan bertindak sebagai “*buyers of last resort*” atau “pembeli terakhir” dan menerbitkan saham saat dinilai terlalu tinggi. Hong et al. (2008) menunjukkan bahwa pembelian kembali saham yang *underprice* memberikan efek mendukung harga saham dan mengurangi perbedaan antara nilai pasar dan nilai fundamental. Oleh karena itu, prediksi utama dari model mereka adalah bahwa perusahaan yang lebih mampu bertindak sebagai *buyers of last resort* melalui pembelian kembali saham (perusahaan yang tidak terlalu terkendala secara finansial) memiliki harga saham yang tidak terlalu berfluktuasi.

Penelitian terdahulu oleh De Cesari et al. (2011) menunjukkan bahwa *share repurchase* dapat mengurangi volatilitas atau ketidakstabilan harga saham jangka pendek. Kim (2007) menemukan bukti bahwa perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham di pasar terbuka (*open market repurchase*) ketika harga saham turun, dapat mengurangi volatilitas imbal hasil harian. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan pembelian kembali aktual berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan volatilitas imbal hasil harian. Hal tersebut didukung penelitian yang dilakukan oleh H. B. Wang et al. (2021) yang menyatakan bahwa volatilitas berkurang selama periode transaksi aktual pembelian kembali saham. Berdasarkan pemaparan di atas, hipotesis pertama dari penelitian ini adalah:

H₁: *Share repurchase* berpengaruh negatif terhadap perubahan volatilitas saham.

Likuiditas Saham

Likuiditas adalah kemudahan suatu aset untuk diperdagangkan di pasar (Bodie et al., 2014). Dengan kata lain, likuiditas merupakan kemampuan untuk memperdagangkan suatu saham tanpa terjadi perubahan harga yang drastis dan dengan biaya yang minimal (Chordia et al., 2000).

Terdapat beberapa penelitian dan teori yang membahas hubungan antara harga saham, volatilitas dan likuiditas. Pertama ditunjukkan oleh Kyle (1985) dalam teori mikro struktur pasar. Ada dua jenis investor dengan kumpulan informasi yang berbeda, yaitu *informed* dan *uninformed (noise traders)*. Meskipun volume perdagangan dari *insider trader* relatif kecil dibandingkan dengan volume *noise trader* dan volatilitas harga ditentukan oleh *uninformed trader*, yang pada akhirnya menetapkan harga adalah *insider trader*. Adanya dua tipe investor ini menyiratkan adanya hubungan positif antara volume transaksi dan perubahan harga. Dampak harga ini ditunjukkan dari likuiditas (Amihud, 2002). Kedua, menurut teori *Mixture of Distribution Hypothesis* oleh Epps dan Epps (1976), semakin besar derajat ketidaksepakatan antar *trader*, semakin besar tingkat perdagangannya. Dengan demikian, ada hubungan sebab akibat dari volume transaksi (proksi likuiditas) dengan *conditional variance* (proksi volatilitas). Ketiga, Brunnermeier dan Pedersen (2009) menunjukkan bahwa volatilitas berkorelasi dengan likuiditas, karena perdagangan di pasar yang lebih bergejolak membutuhkan premi yang lebih tinggi, dan penyedia likuiditas mempertahankan rasio likuiditas per modal yang konstan. Likuiditas berkurang pada saat pasar sangat bergejolak. Penurunan pasar yang besar akan berdampak negatif terhadap nilai portofolio yang kemudian menyebabkan investor cenderung menarik dana dari pasar saham. Akibatnya, peningkatan volatilitas dikaitkan dengan penurunan likuiditas.

Ketika terdapat banyak pelaku pasar modal yang bertransaksi pada suatu saham, maka lebih mudah bagi investor untuk masuk dan keluar dari saham tersebut. Hal ini dapat

mengurangi dampak satu perdagangan (*single trade*) pada harga saham. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa likuiditas yang lebih tinggi menyebabkan volatilitas yang lebih rendah. Cheriyan dan Lazar (2019) menemukan bahwa adanya hubungan terbalik (*inverse relationship*) antara likuiditas dengan volatilitas. *Bid-ask spread* yang lebar merupakan indikator likuiditas yang rendah, artinya suatu saham lebih sulit untuk diperdagangkan tanpa mempengaruhi harga. Hal ini berpotensi pada meningkatnya volatilitas. Sebaliknya, ketika *spread* suatu saham sempit, mengindikasikan likuiditas yang lebih besar dan biaya perdagangan yang lebih rendah, sehingga berpotensi mengurangi volatilitas. Berdasarkan pemaparan di atas, hipotesis kedua dari penelitian ini adalah:

H₂: *Spread* berpengaruh positif terhadap perubahan volatilitas saham.

METODOLOGI PENELITIAN

Sampel pada penelitian ini diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan yang mengumumkan aksi korporasi *share repurchase* melalui bursa efek sesuai dengan ketentuan SEOJK Nomor 3/SEOJK.04/2020, tepatnya pada periode 9 Maret 2020 (tanggal ditetapkannya SEOJK tersebut) sampai dengan 30 September 2022; (2) Perusahaan sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia setidaknya 6 bulan sebelum perusahaan mengumumkan *share repurchase*, sehingga memiliki data harga saham yang lengkap untuk digunakan dalam penelitian ini; dan (3) Perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di bursa dan bukan merupakan perusahaan yang harga sahamnya tidak bergerak pada Rp 50. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel yang diperoleh berjumlah 137 pengumuman *share repurchase*. Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah metode regresi linear berganda.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah volatilitas saham, sedangkan variabel independen terdiri dari *share repurchase* dan likuiditas. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yang terdiri dari *size* dan *leverage*. Untuk memperoleh hasil yang *robust*, variabel volatilitas diukur menggunakan tiga metode, yaitu standar deviasi, *Exponentially Weighted Moving Average* (EWMA), dan volatilitas Yang-Zhang.

Data yang digunakan dalam menganalisis perubahan volatilitas sebelum dan sesudah pengumuman *share repurchase* adalah data *return* harian. Penelitian ini menggunakan rentang waktu pengamatan 30 hari perdagangan setelah dan sebelum pengumuman. Penentuan rentang waktu pengamatan ini ditujukan untuk melihat efek volatilitas yang diberikan dari variabel independen dalam jangka pendek. Seperti penelitian yang dilakukan oleh De Cesari et al., (2011), periode (-10, +10) dikeluarkan untuk menghindari hasil yang dipengaruhi oleh dinamika jangka pendek di sekitar *event date*. Oleh karena itu, rentang waktu pengamatan dalam penelitian ini adalah (+11, +30) dan (-30, -11). Berikut adalah operasionalisasi variabel pada penelitian ini.

Tabel 1
Operasionalisasi Variabel

No.	Variabel	Pengukuran
1	Volatilitas Saham (Y)	<p>Perubahan volatilitas standar deviasi: $\Delta \text{STDEV} = \ln \left(1 + \frac{\sigma_{\text{return post announcement}} - \sigma_{\text{return pre announcement}}}{\sigma_{\text{return pre announcement}}} \right)$</p> <p>Volatilitas EWMA: $\sigma = \sqrt{(1 - \lambda) \sum_{t=1}^T \lambda^{t-1} (r_t - \bar{r})^2}$</p> <p>Perubahan volatilitas EWMA: $\Delta \text{EWMA} = \ln \left(1 + \frac{\sigma_{\text{return post announcement}} - \sigma_{\text{return pre announcement}}}{\sigma_{\text{return pre announcement}}} \right)$</p>

No.	Variabel	Pengukuran
		<p>Volatilitas Yang-Zhang:</p> $\sigma_{Yang\ Zhang}^2 = \sigma_{open}^2 + k\sigma_{close}^2 + (1 - k)\sigma_{RS}^2$ <p>Nilai k didapatkan dari:</p> $k = \frac{0.34}{1.34 + \frac{n+1}{n-1}}$ <p>Nilai σ_{RS}^2 didapatkan dari:</p> $\sigma_{RS}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (u_i(u_i - c_i) + d_i(d_i - c_i))$ <p>Perubahan volatilitas Yang-Zhang:</p> $\Delta YZ = \ln \left(1 + \frac{\sigma_{return\ post\ announcement} - \sigma_{return\ pre\ announcement}}{\sigma_{return\ pre\ announcement}} \right)$
2	Share Repurchase (X1)	$REPURCHASE = \frac{\text{Jumlah pembelian kembali}}{\text{Volume transaksi}}$
3	Likuiditas Saham (X2)	<p>Perhitungan nilai <i>spread</i>:</p> $SPREAD = \frac{(\text{Ask price} - \text{Bid price})}{[(\text{Ask price} + \text{Bid price})/2]}$ <p>Perubahan <i>spread</i>:</p> $\Delta SPREAD = \ln \left(1 + \frac{\text{Spread post announcement} - \text{Spread pre announcement}}{\text{Spread pre announcement}} \right)$
4	Ukuran Perusahaan (K1)	$SIZE = \ln(\text{Market Value})$
5	Rasio Utang (K2)	$LEVERAGE = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Asset}}$
<p>Keterangan:</p> <p>σ = Volatilitas</p> <p>λ = Decay factor</p> <p>r_t = Log return pada hari t</p> <p>\bar{r} = Rata-rata return pada periode sampel</p>		

Sumber: Peneliti (2023)

Berdasarkan operasionalisasi variabel pada Tabel 1 di atas, penelitian ini memiliki tiga persamaan model sebagai berikut:

$$\Delta STDEV_i = \alpha_i + \beta_1 REPURCHASE_i + \beta_2 \Delta SPREAD_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEVERAGE_i + \epsilon_i$$

$$\Delta EWMA_i = \alpha_i + \beta_1 REPURCHASE_i + \beta_2 \Delta SPREAD_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEVERAGE_i + \epsilon_i$$

$$\Delta YZ_i = \alpha_i + \beta_1 REPURCHASE_i + \beta_2 \Delta SPREAD_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEVERAGE_i + \epsilon_i$$

HASIL DAN KESIMPULAN

Statistik Deskriptif

Berikut adalah gambaran data penelitian yang disajikan pada tabel hasil statistik deskriptif.

Tabel 2
Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
$\Delta STDEV$	137	0.0857	0.5643	-1.3378	1.5973
$\Delta EWMA$	137	0.0628	0.5691	-1.3574	1.2683
ΔYZ	137	0.1312	0.4185	-0.7562	1.1405
REPURCHASE	137	0.2712	0.4913	0.0000	2.4448

Δ SPREAD	137	0.0157	0.3460	-1.3726	0.8599
SIZE	137	8.7223	1.6700	4.9880	13.1199
LEVERAGE	137	0.5052	0.2217	0.0230	0.9212

Sumber: Peneliti (2023)

Berdasarkan Tabel 2 di atas, dapat dilihat bahwa variabel perubahan volatilitas yang diukur dengan Δ STDEV menunjukkan rata-rata perusahaan mengalami perubahan volatilitas sebesar 0,0857 dan nilai standar deviasi sebesar 0,5643. Variabel perubahan volatilitas yang diukur dengan Δ EWMA menunjukkan rata-rata perusahaan mengalami perubahan volatilitas sebesar 0,0628 dan nilai standar deviasi sebesar 0,5691. Variabel perubahan volatilitas yang diukur dengan Δ YZ menunjukkan rata-rata perusahaan mengalami perubahan volatilitas sebesar 0,1312 dan nilai standar deviasi sebesar 0,4185. Variabel REPURCHASE memiliki nilai rata-rata sebesar 0,2712, yang berarti rata-rata perusahaan melakukan *share repurchase* sebesar 27,12% dari jumlah volume transaksi selama periode 30 hari setelah pengumuman. Sedangkan nilai standar deviasi sebesar 0,4913. Variabel Δ SPREAD menunjukkan rata-rata perusahaan mengalami perubahan *spread* sebesar 0,0157 dan nilai standar deviasi sebesar 0,3460. Variabel SIZE menunjukkan rata-rata sebesar 8,7223 dan nilai standar deviasi sebesar 01,6700. Variabel LEVERAGE menunjukkan rata-rata sebesar 0,5052 dan nilai standar deviasi sebesar 0,2217.

Uji Normalitas

Dalam penelitian ini, uji normalitas yang digunakan adalah uji *Skewness/Kurtosis*. Uji ini menunjukkan normalitas melalui nilai $\text{Prob} > \text{Chi}^2$ yang dihasilkan. Apabila nilai probabilitas lebih tinggi daripada $\alpha = 0,05$ (tingkat signifikansi sebesar 5%), maka data tersebut telah terdistribusi normal dan dapat digunakan untuk pengujian model regresi. Hasil uji normalitas dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas

	Δ STDEV (1)	Δ EWMA (2)	Δ YZ (3)
Prob > Chi^2	0.1692	0.5579	0.4100

Sumber: Peneliti (2023)

Berdasarkan Tabel 3 di atas, nilai probabilitas untuk seluruh model penelitian memiliki nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa data sudah terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Dasar pengambilan keputusan dalam uji multikolinearitas adalah dari nilai VIF dan 1/VIF. Jika nilai VIF kurang dari 10 dan nilai 1/VF lebih besar dari 0,10, maka tidak ada masalah multikolinearitas yang terdeteksi untuk setiap variabel independen yang dianalisis. Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4
Hasil Uji Multikolinearitas

	VIF	1/VIF
REPURCHASE	1.06	0.9396
Δ SPREAD	1.01	0.9903
SIZE	1.03	0.9666
LEVERAGE	1.04	0.9620

Sumber: Peneliti (2023)

Berdasarkan Tabel 4 di atas, nilai VIF dan 1/VIF untuk seluruh variabel independen telah memenuhi syarat bebas dari multikolinearitas, yaitu nilai VIF kurang dari 10 dan nilai 1/VIF lebih besar dari 0,10.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lainnya. Penelitian ini menggunakan uji Breusch–Pagan/Cook–Weisberg untuk menguji apakah terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi. Dasar pengambilan keputusan dalam uji ini adalah berdasarkan nilai Prob > Chi². Apabila nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 berarti model regresi tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

	Δ STDEV (1)	Δ EWMA (2)	Δ YZ (3)
Prob > Chi ²	0.0894	0.0936	0.7919

Sumber: Peneliti (2023)

Berdasarkan Tabel 5 di atas, nilai probabilitas untuk seluruh model penelitian memiliki nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas pada model regresi.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (periode sebelumnya). Penelitian ini menggunakan uji Breusch–Godfrey LM untuk menguji gejala autokorelasi. Dasar pengambilan keputusan dalam uji ini adalah berdasarkan nilai Prob > Chi². Apabila nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 berarti model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi. Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 6
Hasil Uji Autokorelasi

	Δ STDEV (1)	Δ EWMA (2)	Δ YZ (3)
Prob > Chi ²	0.7136	0.8954	0.2814

Sumber: Peneliti (2023)

Berdasarkan Tabel 6 di atas, nilai probabilitas untuk seluruh model penelitian memiliki nilai probabilitas yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada model regresi.

Uji Hipotesis

Setelah dilakukan uji asumsi klasik, selanjutnya dilakukan uji hipotesis untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen yang terdiri dari uji t, uji F, dan uji koefisien determinasi. Hasil regresi dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 7
Hasil Regresi Linear Berganda

	Δ STDEV (1)	Δ EWMA (2)	Δ YZ (3)
Constant	-0.2997	-0.3939	-0.2398
REPURCHASE	-0.2883***	-0.2432**	-0.2137***
Δ SPREAD	0.5113***	0.5467***	0.4179***
SIZE	0.0313	0.0346	0.0307
LEVERAGE	0.3608*	0.4209**	0.3058**
F-statistic	8.12***	8.29***	10.15***
R-squared	0.1975	0.2007	0.2353
Adjusted R Squared	0.1732	0.1765	0.2121
Observations	137	137	137

Keterangan: *Signifikan pada tingkat 10%

** Signifikan pada tingkat 5%

*** Signifikan pada tingkat 1%

Sumber: Peneliti (2023)

Uji Statistik t

Pengaruh *Share Repurchase* terhadap Volatilitas Saham

Hipotesis 1 dalam penelitian ini menduga bahwa *share repurchase* berpengaruh negatif terhadap volatilitas. Hasil regresi pada Tabel 7 menunjukkan bahwa REPURCHASE pada model (1), memiliki koefisien sebesar -0,2883 dan signifikan pada tingkat 1%. Pada model (2), memiliki koefisien sebesar -0,2432 dan signifikan pada tingkat 5%. Kemudian pada model (3), memiliki koefisien sebesar -0,2137 dan signifikan pada tingkat 1%. Berdasarkan hasil dari seluruh model, diperoleh bukti empiris yang kuat bahwa *share repurchase* memiliki koefisien negatif yang signifikan terhadap volatilitas saham. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima.

Hasil pengujian hipotesis ini mengkonfirmasi temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh De Cesari et al. (2011) dan Kim (2007). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan *share repurchase* dapat meredam tingkat volatilitas harga sahamnya. Perusahaan yang bersedia melakukan intervensi atas sahamnya sendiri dengan melakukan *share repurchase*, dapat memberikan efek *price support* dan mengurangi ketidaksesuaian antara harga saham dan nilai fundamentalnya yang diakibatkan guncangan pasar modal (Hong et al., 2008).

Pengaruh *Spread* terhadap Volatilitas Saham

Hipotesis 2 dalam penelitian ini menduga bahwa *spread* berpengaruh positif terhadap volatilitas. Hasil regresi pada tabel 7 menunjukkan bahwa Δ SPREAD pada model (1), memiliki koefisien sebesar 0,5113 dan signifikan pada tingkat 1%. Pada model (2), memiliki koefisien sebesar 0,5467 dan signifikan pada tingkat 1%. Kemudian pada model (3), memiliki koefisien sebesar 0,4179 dan signifikan pada tingkat 1%. Berdasarkan hasil dari seluruh model, diperoleh bukti empiris yang kuat bahwa *spread* memiliki koefisien positif yang signifikan terhadap volatilitas saham. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa H_2 diterima.

Hasil pengujian hipotesis ini mengkonfirmasi temuan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Cheriyan dan Lazar (2019) yang menyatakan bahwa pengurangan likuiditas berkontribusi terhadap peningkatan volatilitas imbal hasil. Nilai *spread* yang lebar merupakan indikasi bahwa perusahaan memiliki likuiditas saham yang lebih rendah. Saham dengan likuiditas rendah berarti ada lebih sedikit pembeli dan penjual yang bersedia melakukan transaksi atas saham tersebut sehingga lebih sulit bagi investor untuk masuk dan keluar dari pasar. Hal ini menyebabkan suatu perdagangan memberikan dampak pergerakan harga yang lebih besar dan menyebabkan volatilitas yang lebih besar. Oleh karena itu, dikatakan bahwa semakin rendah likuiditas maka semakin tinggi volatilitas.

Uji Statistik F

Uji F digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Hasil regresi pada Tabel 7 menunjukkan bahwa seluruh model regresi memiliki nilai statistik F dengan tingkat signifikansi 1%, yang berarti semua variabel independen memiliki pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen pada masing-masing model penelitian.

Uji Koefisien Determinasi

Uji koefisien determinasi digunakan untuk mengukur sejauh mana variabel independen mampu menjelaskan variasi variabel dependen. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 7, model (1) memiliki nilai Adjusted R^2 sebesar 0,1732 yang berarti 17,32% variabilitas volatilitas dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada pada model regresi, sedangkan sisanya sebesar 82,68% merupakan faktor lain yang mempengaruhi volatilitas saham. Pada model (2), nilai Adjusted R^2 sebesar 0,1765 yang berarti 17,65% variabilitas volatilitas dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada pada model regresi, sedangkan sisanya sebesar 82,35% merupakan faktor lain yang mempengaruhi volatilitas saham. Pada model (3) nilai Adjusted R^2 sebesar 0,2121 yang berarti 21,21% variabilitas volatilitas dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada pada model regresi, sedangkan sisanya sebesar 78,79% merupakan faktor lain yang mempengaruhi volatilitas saham.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dari penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa *share repurchase* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap volatilitas saham. Semakin besar intensi perusahaan dalam mengintervensi sahamnya sendiri dengan melaksanakan *share repurchase*, maka dapat memberikan efek *price support* pada stabilitas harga sahamnya. Oleh karena itu, penelitian ini memberi bukti yang mendukung efektivitas dari peraturan SEOJK dan POJK terkait kemudahan pelaksanaan *share repurchase* selama masa pandemi Covid-19 dalam meredam volatilitas.

Selain itu, penelitian ini juga memperoleh bukti bahwa *spread* berpengaruh positif secara signifikan terhadap volatilitas saham. Saham dengan nilai *spread* yang semakin besar atau lebar berarti sahamnya semakin tidak likuid. Saham yang tidak likuid menyebabkan dampak yang besar pada perubahan harga saham dari suatu transaksi. Hal ini disebabkan pelaku pasar modal yang bertransaksi pada saham tersebut sedikit. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semakin rendah likuiditas (yang ditandai dengan semakin lebarnya *spread*), maka semakin besar volatilitas saham tersebut.

Penelitian ini memiliki implikasi bagi perusahaan sebagai bahan pertimbangan mengenai aksi korporasi *share repurchase* sebagai upaya meredam volatilitas saham dalam jangka pendek, serta perusahaan juga perlu memperhatikan kondisi likuiditas sahamnya karena juga akan mempengaruhi tingkat volatilitas. Bagi regulator, penelitian ini memperoleh bukti bahwa peraturan SEOJK Nomor 3/SEOJK.04/2020 dan POJK Nomor 2/POJK.04/2013 efektif dalam meredam volatilitas dalam jangka pendek. Oleh karena itu, penelitian ini dapat dijadikan sebagai referensi dalam hal pengembangan kebijakan pasar modal terkait aksi korporasi *share repurchase*. Bagi para akademisi yang tertarik melakukan penelitian terkait dengan topik ini, dapat mempertimbangkan konteks yang lebih luas, tidak terbatas pada *share repurchase* yang mengacu pada ketentuan SEOJK Nomor 3/SEOJK.04/2020 dan POJK Nomor 2/POJK.04/2013.

DAFTAR PUSTAKA

- Aït-Sahalia, Y., Jacod, J., & Li, J. (2012). Testing for jumps in noisy high frequency data. *Journal of Econometrics*, 168(2), 207–222. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2011.12.004>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2015). The pricing of illiquidity as a characteristic and as risk. *Multinational Finance Journal*, 19(3), 149–168. <https://doi.org/10.17578/19-3-1>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.). McGraw-Hill.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, 22(6), 2201–2238. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
- Chakravarty, S., & Holden, C. W. (1995). An integrated model of market and limit orders. *Journal of Financial Intermediation*, 4(3), 213–241. <https://doi.org/10.1006/jfin.1995.1010>
- Cheriyian, N. K., & Lazar, D. (2019). Relationship between liquidity, volatility and trading activity: An intraday analysis of Indian stock market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(1), 17–22. <http://www.econjournals.comDOI:https://doi.org/10.32479/ijefi.7268>
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56(1), 3–28. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00057-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00057-4)
- De Cesari, A., Espenlaub, S., & Khurshed, A. (2011). Stock repurchases and treasury share sales: Do they stabilize price and enhance liquidity? *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1558–1579. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.08.002>
- Epps, T. W., & Epps, M. L. (1976). The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: Implications for the mixture-of-distributions hypothesis. *Econometrica*, 44(2), 305321. <https://doi.org/10.2307/1912726>
- Hong, H., Wang, J., & Yu, J. (2008). Firms as buyers of last resort. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 119–145. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.004>
- Kim, J. (2007). Buyback trading of open market share repurchase firms and the return volatility decline. *International Journal of Managerial Finance*, 3(4), 316–337. <https://doi.org/10.1108/17439130710824343>
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335. <https://doi.org/10.2307/1913210>
- Pirgaip, B. (2021). Pan(dem)ic reactions in Turkish stock market: Evidence from share repurchases. *Eurasian Economic Review*, 11(2), 381–402. <https://doi.org/10.1007/s40822-021-00173-6>
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis investasi dan manajemen portofolio* (1st ed.). BPFE.
- Wang, G. H. K., & Yau, J. (2000). Trading volume, bid-ask spread, and price volatility in futures markets. *Journal of Futures Markets*, 20(10), 943–970. [https://doi.org/10.1002/1096-9934\(200011\)20:10<943::AID-FUT4>3.0.CO;2-8](https://doi.org/10.1002/1096-9934(200011)20:10<943::AID-FUT4>3.0.CO;2-8)
- Wang, H. B., Nguyen, C., & Rafi, N. A. (2021). The effectiveness of price-stabilizing share buybacks: Evidence from listed firms in Vietnam. *North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101436. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101436>