

ANALISIS PERBANDINGAN ABNORMAL RETURN, RETURN SAHAM DAN LIKUIDITAS SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH BUYBACK SAHAM

Mohammad Arridho Nur Amin

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pancasakti Tegal

* E-mail Korespondensi: mohammad.arridho@gmail.com

Information Article

History Article

Submission: 01-11-2022

Revision: 30-11-2022

Published: 30-11-2022

DOI Article:

10.24905/mlt.v3i2.49

ABSTRACT

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti kandungan informasi dari pelaksanaan *buyback* saham pada perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan adalah data harga penutupan saham harian, harga penutupan IHSG, saham beredar harian 2011-2015, dengan menggunakan alat analisis *paired sampel t-test*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam analisis *paired sampel t-test* rata-rata *abnormal return* saham setelah pelaksanaan bernilai negatif, hasil yang sama pada *return* saham setelah pelaksanaan bernilai negatif, likuiditas saham setelah pelaksanaan *buyback* saham bernilai positif.

Kata Kunci: Event Study, *Buyback* Saham, *Return* Saham, Likuiditas Saham

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the information content of the implementation of stock buybacks in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The data used are daily stock closing price data, IHSG closing price, daily outstanding shares 2011-2015, using paired sample t-test analysis tools. The results of the study indicate that in the paired sample t-test analysis the average abnormal stock return after implementation is negative, the same result on the stock return after implementation is negative, stock liquidity after the implementation of stock buyback is positive.

Key word: Event Study, Stock Buyback, Stock Return, Stock Liquidity

Acknowledgment

© 2022 Published by multiplier. Selection and/or peer-review under responsibility of multiplier

PENDAHULUAN

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) memperoleh sumber pendanaan melalui pasar modal, ketika perusahaan telah memasuki pasar modal maka informasi perusahaan akan beredar luas sehingga investor dapat menilai kondisi perusahaan

tersebut. Suatu pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan pada pasar modal yang memiliki kandungan informasi akan memperoleh reaksi dari para investor, jika informasi tersebut membawa sinyal yang berkualitas dan dapat dipercaya.

Kualitas dari informasi tersebut dapat tercermin melalui kondisi fundamental perusahaan, pada perusahaan yang memiliki kondisi fundamental baik, dan dipercaya oleh investor akan dapat dibedakan dari perusahaan yang memiliki kondisi fundamental yang kurang terpercaya, karena sinyal yang diberikan perusahaan dapat bersifat positif ataupun negatif bagi para investor tersebut, sehingga reaksi dari para investor terhadap informasi tersebut menunjukkan bahwa investor percaya akan kondisi perusahaan di masa mendatang.

Pertengahan tahun 2013 terjadi penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), hal tersebut disebabkan oleh Bank Sentral Amerika Serikat (AS) atau The Fed yang mengurangi stimulus ekonomi serta mengurangi pembelian Obligasi pemerintah AS, hal tersebut menyebabkan krisis yang terjadi di Amerika sehingga berdampak juga pada perekonomian negara-negara berkembang termasuk Indonesia. Bahkan ketidakpastian The Fed akan mengurangi atau bahkan menghapus stimulus itu serta ketegangan politik dan perang Suriah mengakibatkan guncangan (external shock) terasa lebih keras lagi bagi perekonomian Indonesia, sehingga mengakibatkan Bursa Saham Indonesia dan mata uang Rupiah mengalami penurunan serta menimbulkan kepanikan investor dan pengusaha.

Pemerintah Indonesia di minta untuk dapat segera mengatasi dampak dari krisis perekonomian tersebut, sehingga pemerintah mengumumkan beberapa kebijakan dan peraturan pemerintah di bidang ekonomi untuk mencegah atau meminimalisasi dampak guncangan tersebut pada sektor moneter, riil, keuangan, dan Pasar Modal. Salah satu kebijakan dan peraturan yang diterbitkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) guna mengurangi gejolak di pasar modal, yaitu peraturan POJK No: 2/POJK.04/2013 tentang pembelian kembali saham yang dikeluarkan oleh emiten/perusahaan publik dalam kondisi pasar yang berfluktuasi secara signifikan.

OJK memberikan kemudahan bagi emiten untuk melakukan aksi korporasi pembelian kembali saham (buyback saham) tanpa melanggar ketentuan atau undang-undang yang berlaku. Untuk menghadapi situasi yang menyebabkan harga saham perusahaan BUMN dan Swasta merosot di Pasar Modal, maka OJK dengan membuat aturan Buyback saham dengan mengurangi proses pelaksanaan pembelian kembali saham (buyback saham). Dengan mengeluarkan aturan baru tersebut, OJK memperbolehkan emiten untuk melakukan buyback

saham tanpa harus mendapatkan persetujuan dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang dilakukan masing-masing Perusahaan.

Emiten diperbolehkan untuk melakukan buyback saham dalam kondisi pasar yang berfluktuasi secara signifikan atau selama tiga hari bursa berturut-turut indeks saham (IHSG) secara kumulatif turun 15 persen lebih atau kondisi lain yang ditetapkan oleh OJK. Dalam kondisi itu perusahaan dapat membeli kembali sahamnya (buyback saham) sampai batas maksimal 20 persen dari modal disetor tanpa persetujuan RUPS. Selain itu, saham hasil buyback dapat dialihkan dengan cara dijual melalui bursa atau di luar bursa setelah 30 hari sejak buyback saham dilaksanakan seluruhnya.

Indeks mengalami penurunan 1.247,134 poin atau 23,91 persen sejak 20 Mei 2013 sampai 27 Agustus 2013. Bahkan jika dilihat dari data yang dihimpun sejak 12 Agustus 2013 sampai 26 Agustus 2013 atau dua pekan setelah liburan panjang lebaran indeks sudah terkoreksi 10,38 persen. Ini artinya hanya dalam dua pekan saja investor saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) sudah merugi lebih dari 10 persen. Jika kondisi tersebut dibiarkan saja tanpa ada campur tangan Pemerintah berupa kebijakan atau aturan kerugian yang akan dialami oleh investor akan lebih besar. Menyusul keluarnya aturan OJK tentang buyback saham, Menteri BUMN Dahlan Iskan menginstruksikan untuk semua perusahaan pelat merah yang tercatat di BEI untuk melakukan pembelian saham kembali (buyback saham) guna meredam gejolak di pasar modal. Ia menegaskan bahwa pelaksanaan buyback saham oleh Perusahaan Negara (BUMN) bukan untuk mencari keuntungan semata, melainkan demi menstabilkan harga saham Pasar Modal dalam Negeri. Beberapa BUMN yang berkapita besar seperti Bank Mandiri, BRI, BNI dan Semen Indonesia siap melaksanakan instruksi Menteri BUMN tersebut.

Emiten di Bursa Efek Indonesia yang tercatat melaksanakan buyback saham terhitung cukup banyak, karena dipandang lebih fleksibel dibanding dengan pembagian dividen saat kondisi perekonomian memburuk dan bisa dipergunakan sebagai usaha untuk mengulur waktu ekuitas dipasar atau digunakan untuk menaikkan earning per share. Menurut Brigham dan Houston (2006) program buyback saham menjadi populer karena program tersebut dapat meningkatkan nilai suatu saham. Adanya pengumuman buyback saham memberikan signal informasi bahwa perusahaan memiliki free cash flow yang berlebih atau tingkat profitabilitas perusahaan sedang dalam kondisi yang bagus. Hal ini membuat investor menilai perusahaan mempunyai prospek yang bagus di masa yang akan datang sehingga akibat dari adanya pengumuman ini, maka harga saham akan meningkat dan diharapkan akan meningkatkan

kemakmuran pemegang saham, Peterson, Fredriksson dan Nilfjord (2003).

METODE

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji beda *Paired Sample test*. Tingkat signifikansi α pada penelitian ini yang ditetapkan untuk pengujian adalah sebesar 0,05 atau (5%). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengukur dampak pelaksanaan pembelian kembali saham (*buyback*) terhadap respon pasar yang diproksikan oleh *abnormal return* saham, *return* saham, *trading volume activity*, dan *bid ask spread* perusahaan terkait. Penelitian ini meruakan sebuah *event study*. Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu peristiwa (Jogiyanto, 2013).

Untuk melihat dampak dari pelaksanaan pembelian kembali saham terhadap *abnormal return* saham perusahaan yang melakukan *buyback* saham, maka peneliti harus menghitung *abnormal return* yang terjadi di sepanjang periode pengamatan. *Abnormal return* merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2013). *Return* ekspektasi akan dihitung menggunakan *market adjusted model* dengan periode estimasi 7 hari.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan *buyback* saham periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2015. Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan metode *purposive sampling*, sampel yang digunakan dipilih berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebelumnya. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Perusahaan merupakan perusahaan *go-public* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI), yaitu periode tahun 2011 sampai tahun 2015, perusahaan melakukan *buyback* saham berdasarkan peraturan Bapepam-LK nomor XI.B.2 dan peraturan nomor XI.B.3 (lampiran B dan C), serta tersedia data mengenai tanggal pengumuman *buyback* saham, tidak melakukan *corporate action* lainnya di sekitar periode penelitian, saham perusahaan yang aktif diperdagangkan selama periode estimasi dan periode jendela, serta tersedianya data mengenai tanggal pengumuman *buyback* pada *annual report* atau www.idx.co.id pada bagian *corporate action*.

HASIL**Pengujian Normalitas Data****Tabel 1. Uji Normalitas Rata-rata Abnormal Return dan Return Saham**

		One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		AARsblm	AARssdh	ARSsblm	ARSssdh
N		3	3	3	3
Normal	Mean	,0014535	-,0018448	,0032127	-,0002614
Parameters ^{a,b}	Std. Dev	,01262893	,00443046	,01107963	,00501151
Most Extreme	Absolute	,272	,286	,328	,360
Differences	Positive	,201	,208	,234	,259
	Negative	-,272	-,286	-,328	-,360
Kolmogorov-Smirnov Z		,471	,495	,568	,624
Asymp. Sig. (2-tailed)		,979	,967	,903	,831

Sumber: data sekunder diolah (2018)

Tabel 2. Uji Normalitas Rata-rata Trading volume activity dan Bid ask spread

		One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		ATVA sblm	ATVA ssdh	ABAS sblm	ABAS ssdh
N		3	3	3	3
Normal	Mean	,0015368	,0020027	,0210409	,0280219
Parameters ^{a,b}	Std. Dev	,00023603	,00051981	,00273657	,00220068
Most	Absolute	,260	,272	,191	,232
Extreme	Positive	,197	,272	,191	,191
Differences	Negative	-,260	-,201	-,182	-,232
Kolmogorov-Smirnov Z		,450	,471	,331	,401
Asymp. Sig. (2-tailed)		,987	,980	1,000	,997

Sumber: data sekunder diolah (2018)

Dari hasil uji normalitas *abnormal return* yang ditunjukkan tabel 2, besarnya nilai probabilitas dari hasil pengujian *Kolmogorov-Smirnov* AAR sebelum dan sesudah adalah 0,979 dan 0,967. Nilai probabilitas *Kolmogorov-Smirnov return* saham sebelum dan sesudah adalah sebesar 0,903 dan 0,831. Hasil probabilitas uji dari *Kolmogorov-Smirnov* untuk *trading volume activity* sebelum dan sesudah adalah 0,987 dan 0,980 dan nilai probabilitas untuk *bid ask spread* sebelum dan sesudah adalah 1,000 dan 0,997. Keputusan dalam menggunakan alat uji yang digunakan berdasarkan hasil uji normalitas, apabila dua set data berpasangan bernilai probabilitas lebih besar dari pada 0,05 maka data dianggap memiliki distribusi normal. Dari hasil pengujian di atas dapat disimpulkan bahwa nilai AAR, ARS, ATVA, dan ABAS terdistribusi secara normal. Hal ini berarti bahwa untuk menguji hipotesis menggunakan uji beda Paired Samples Test (Mason dan Lind, 2011).

Tabel 3. Uji Beda Paired Sampel T-Test

Periode	Sinifikansi	Mean
---------	-------------	------

AAR Sebelum – AAR Sesudah	0,744	0,001454 -0,001845
ARS Sebelum – ARS Sesudah	0,698	0,003213 -0,000261
ATVA Sebelum – ATVA Sesudah	0,397	0,001537 0,002003
ABAS Sebelum – ABAS Sesudah	0,115	0,021041 0,028022

Sumber: data sekunder diolah (2018)

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan terdapat perbedaan antara abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman buyback saham. Hal ini terlihat dari nilai AAR sebelum dan AAR sesudah pelaksanaan buyback saham dengan nilai mean 0,0014 dan -0,0018. Sedangkan hasil uji beda mendapatkan nilai Asymp. Sig. (2-tailed) 0,744. Hal ini terlihat bahwa nilai probabilitas lebih besar dari 0,05, dari rata-rata AAR sesudah pelaksanaan yang lebih besar dari sebelum buyback saham menandakan bahwa hipotesis alternatif (Ha) ditolak dan penerimaan pada hipotesis nol (H0). Kondisi demikian menunjukkan bahwa rata-rata abnormal return sebelum peristiwa cenderung lebih tinggi daripada rata-rata abnormal return sesudah peristiwa. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa terdapat selisih antara abnormal return setelah peristiwa yang cenderung menurun dengan abnormal return sebelum, yang memiliki kecenderungan naik.

Pengujian hipotesis kedua menunjukkan hasil bahwa terdapat perbedaan return saham sebelum dan sesudah pelaksanaan buyback saham. hal tersebut dapat dilihat dari nilai rata-rata ARS sebelum dan ARS sesudah yaitu sebesar 0,0032 dan -0,0002, sedangkan untuk nilai signifikansinya adalah 0,698. Nilai probabilitas dari ARS lebih besar dari 0,05, sehingga dinyatakan bahwa hipotesis nol (H0) diterima dan hipotesis alternatif (Ha) ditolak. Penurunan return saham disebabkan harga saham yang menurun sesudah pelaksanaan buyback saham.

Hipotesis ketiga setelah diuji menggunakan paired sampel t-test menunjukkan hasil nilai Asymp. Sig. sebesar 0,397 lebih besar dari signifikansi 0,05. rata-rata ATVA sebelum sebesar 0,0015 dan sesudah sebesar 0,0020 dan menandakan bahwa H0 ditolak dan Ha diterima. Hal tersebut disebabkan ATVA lebih besar sesudah pelaksanaan buyback saham dibandingkan sebelum pelaksanaan.

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,115, sedangkan nilai rata-rata ABAS sebelum pelaksanaan adalah 0,0210 dan sesudah sebesar 0,0280. Dengan

hasil rata-rata sesudah pelaksanaan yang lebih besar dibandingkan sebelum pelaksanaan mana H_a diterima dan H_0 ditolak.

Pembahasan

Kondisi perekonomian Indonesia yang berfluktuasi dan seringkali memburuk akibat dari dampak kebijakan perekonomian Negara maju, hal tersebut menyebabkan banyak perusahaan yang harus melakukan suatu tindakan agar harga saham perusahaannya tetap dapat stabil. pada lain sisi bagi investor yang melakukan spekulasi, suatu aksi dari perusahaan bisa menjadi informasi yang dapat menguntungkan karena dengan aksi yang dilakukan perusahaan maka akan ada dua kemungkinan yaitu harga saham akan naik yang menyebabkan terdapatnya return saham atau akan menyebabkan harga saham akan semakin merosot. Namun bagi investor yang tidak menyukai spekulasi, suatu informasi atas aksi yang akan di lakukan perusahaan akan di pertimbangkan dulu serta di hitung menggunakan analisis teknikal serta analisis fundamental. Hal tersebut perlu dilakukan karena investor akan dapat menilai apakah layak perusahaan yang akan di beli sahamnya dan juga apakah baik kondisi perusahaan tersebut masa depan.

Investor pada umumnya memiliki motif yang beragam dalam berinvestasi di pasar modal, pada pasar modal investor terbagi menjadi dua kategori yaitu. Investor jangka panjang yang melihat kondisi perusahaan sebelum melakukan investasi dan mengharapkan keuntungan hanya dari deviden yang diberikan perusahaan, selain investor jangka panjang masih terdapat investor jangka pendek yaitu investor yang bertransaksi saham hanya mengharapkan capital gain atau selisih dari harga beli saham dengan harga saat menjual saham yang di belinya. Pada perusahaan yang akan melaksanakan corporate action, investor mengantisipasi hal tersebut dengan membeli saham perusahaan sebelum pelaksanaan corporate action dan akan menjual sahamnya setelah terjadinya kenaikan harga saham yang terjadi baik itu sebelum pelaksanaan maupun setelah pelaksanaan corporate action, namun jika ditinjau dari resiko yang dihadapi investor dalam berspekulasi terhadap kenaikan yang mungkin terjadi pasca pelaksanaan corporate action, tidak sedikit investor yang mengalami capital loss pasca perusahaan melaksanakan corporate action perusahaan. Karena hal tersebut investor harus lebih berhati-hati dalam berspekulasi, walaupun investasi saham memberikan keuntungan yang tinggi namun dibalik itu semua terdapat risiko yang juga sama tingginya. Sehingga jika investor akan berinvestasi pada instrumen keuangan berupa saham, sebaiknya memperhatikan kondisi perekonomian yang sedang terjadi.

SIMPULAN

Perbedaan abnormal return ditemukan pada hari-hari tertentu di sekitar tanggal pelaksanaan buyback saham. Dengan demikian buyback saham masih membawa kandungan informasi atau sinyal tertentu yang dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi di atas keputusan yang normal. Investor masih dapat memperoleh abnormal return dari buyback saham yang dilakukan perusahaan namun hanya pada hari-hari tertentu sebelum dan sesudah pelaksanaan buyback saham.

Rata-rata return saham sebelum pelaksanaan buyback saham lebih besar dibandingkan setelah pelaksanaan buyback saham, return saham perusahaan setelah pelaksanaan buyback saham adalah -0,0002. Menurunnya return saham bahkan bernilai negatif adalah karena harga saham perusahaan terus menurun pasca pelaksanaan buyback saham. hal tersebut mengakibatkan return saham merosot hingga bernilai negatif, namun pada periode sebelum dan sesudah pelaksanaan buyback saham masih terdapat return saham pada hari-hari tertentu sebelum dan sesudah buyback saham.

Trading Volume Activity sesudah pelaksanaan buyback saham lebih besar dibandingkan sebelum pelaksanaan. Sehingga pelaksanaan buyback saham masih dapat meningkatkan volume perdagangan saham pada periode-periode setelah pelaksanaannya. Peningkatan trading volume activity namun tidak sebanding dengan peningkatan abnormal return saham dan return saham terjadi dikarenakan investor membeli saham pada batas harga tertentu sehingga kenaikan volume perdagangan saham pun tidak meningkat secara maksimal.

Bid-ask spread sesudah pelaksanaan buyback saham lebih besar dibandingkan sebelum buyback saham. Dengan demikian bahwa pelaksanaan dari buyback saham membawa kandungan informasi kepada investor, sehingga dimana pelaksanaan buyback saham dapat mengurangi ketidak seimbangan informasi (asimetric information) diantara dealer kemudian menyebabkan bid-ask spread meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahn, H. J., Cao, C., & Choe, H. (2001). Share repurchase tender offers and bid–ask spreads. *Journal of banking & finance*, 25(3), 445-478. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00084-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00084-4)
- Asquith, P., & Mullins Jr, D. W. (1986). Signalling with dividends, stock repurchases, and

- equity issues. *Financial management*, 27-44. <https://doi.org/10.2307/3664842>
- Axelsson, L., & Brissman, P. (2011). Share repurchase announcements and abnormal returns for Swedish listed real estate companies.
- Skärfstad, R., & Bergström, C. (2004). Celebrity endorsement: case study of J. Lindeberg.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). Dasar-dasar manajemen keuangan.
- Brockman, P., & Chung, D. Y. (2001). Managerial timing and corporate liquidity:: evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 417-448. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00068-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00068-X)
- Brown, C. (2007). The announcement effects of off-market share repurchases in Australia. *Australian Journal of Management*, 32(2), 369-385. <https://doi.org/10.1177/031289620703200210>
- De Cesari, A., Espenlaub, S., & Khurshed, A. Stock Repurchases: Do They Stabilize Price and Enhance Liquidity?.
- Chemmanur, T. J., & Li, Y. (2014). The role of institutional investors in open-market share repurchase programs. *Available at SSRN*.
- Chen, T. Y., Kao, L. J., & Lin, H. Y. (2011). The long-term wealth effect of share repurchases evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5(2), 21-33.
- Chung, D. Y., Isakov, D., & Perignon, C. (2007). Repurchasing shares on a second trading line. *Review of Finance*, 11(2), 253-285. <https://doi.org/10.1093/rof/rfm006>
- Cook, D. O., Krigman, L., & Leach, J. C. (2004). On the timing and execution of open market repurchases. *The Review of Financial Studies*, 17(2), 463-498. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg028>
- Hadi, Y. L., & Fahmi, I. (2009). Teori portofolio dan analisis investasi. *Bandung: Alfabeta*.
- Ghozali, I. (2016). Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS 23.
- Ginglinger, E., & Hamon, J. (2007). Actual share repurchases, timing and liquidity. *Journal of banking & finance*, 31(3), 915-938. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.07.006>
- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases?. *Journal of applied corporate finance*, 13(1), 31-51. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00040.x>
- Hackethal, A., & Zdantchouk, A. (2006). Signaling power of open market share repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20, 123-151. <https://doi.org/10.1007/s11408-006-0011-9>
- Hartono, J. (2013). “Teori Portofolio dan Analisis Investasi”. Edisi kedelapan. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Howe, J. S., & Lin, J. C. (1992). Dividend policy and the bid-ask spread: an empirical analysis. *Journal of Financial Research*, 15(1), 1-10. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1992.tb00782.x>

Huang, H., & Zhou, Z. G. (2007). Stock repurchase and the role of signaling: A comparative analysis between US and China. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 3(2), 56-62.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of financial economics*, 39(2-3), 181-208. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00826-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00826-Z)