

SOF 2009



DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL
UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

KARYA AKHIR

DAMPAK KEPUTUSAN REVERSE STOCK SPLIT PADA
RETURN DAN VOLUME TRANSAKSI SAHAM:
STUDI KASUS SAHAM BBNI DAN BNBR

Diajukan Oleh :

LANANG TRIHARDIAN

66 04 52 302 X

T
230 641

UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN DARI SYARAT-SYARAT
GUNA MENCAPAI GELAR
MAGISTER MANAJEMEN

2007



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN

TANDA PERSETUJUAN KARYA AKHIR

Nama : **Lanang Trihardian**
Nomor Mahasiswa : **66 04 52 302 X**
Konsentrasi : **Pasar Modal**
Judul Karya Akhir : **Dampak Keputusan Reverse Stock Split Pada Return dan Volume
Transaksi Saham: Studi Kasus Saham BBNI dan BNBR**

Ketua Program Studi

Tanggal Magister Manajemen

: **Rhenald Kasali, Ph.D**

Tanggal Pembimbing Karya Akhir : **Sofyan Rambey, MBA, FRM**



BERITA ACARA PRESENTASI KARYA AKHIR

Pada hari *SELASA*, tanggal *17 JULI 2007*, telah dilaksanakan presentasi Karya Akhir dari mahasiswa dengan

Nama : Lanang Trihardian

No. Mhs : 660452302X

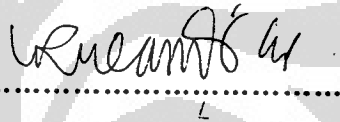
Konsentrasi: Manajemen Risiko - Malam

Presentasi tersebut diuji oleh tim penguji yang terdiri dari :

Nama :

Tanda Tangan :

1. **Dr. Irwan Adi Ekaputra**
(Ketua)



2. **Viverita, Ph.D.**
(Anggota 1)



3. **Sofyan Rambey, MBA**
(Anggota 2/Pembimbing)



Mengetahui,



Ratna Wardani, MM
Kepala Bagian Administrasi Akademik

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN KARYA AKHIR

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : **Lanang Trihardian**

No. Mahasiswa : **66 04 52 302 X**

Konsentrasi : **Pasar Modal**

Dengan ini menyatakan sebagai berikut:

1) **Karya akhir yang berjudul:**

Dampak Keputusan Reverse Stock Split Pada Return dan Volume Transaksi Saham: Studi Kasus Saham BBNI dan BNBR

Penelitian yang terkait dengan karya akhir ini adalah hasil dari kerja saya sendiri.

2) Setiap ide atau kutipan dari karya orang lain baik berupa publikasi atau bentuk lainnya dalam karya akhir ini, telah diakui sesuai dengan standar prosedur referensi dalam disiplin ilmu.

3) Saya juga mengakui bahwa karya akhir ini dapat dihasilkan berkat bimbingan dan dukungan penuh oleh pembimbing saya, yaitu :

Bp. Sofyan Rambey, MBA, FRM

Apabila di kemudian hari dalam karya akhir ini ditemukan hal – hal yang menunjukkan telah dilakukannya kecurangan akademik oleh saya, maka gelar akademik saya yang telah saya dapatkan akan di tarik sesuai dengan ketentuan dari Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Jakarta, 31 Juli 2007



(Lanang Trihardian)

KATA PENGANTAR

Pertama-tama penulis ingin memanjatkan syukur kehadiran Allah SWT karena tanpa anugerah-Nya penulis tidak akan mampu menyelesaikan ini. Karya akhir ini dilakukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen di Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Dalam proses penyusunan karya akhir ini, penulis mendapat banyak dukungan dan bantuan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terima kasih kepada:

1. Bapak Rhenald Kasali, Ph.D. selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia dan Bapak Dr. Irwan Adi Ekaputra selaku Sekretaris Program Magister Manajemen Universitas Indonesia
2. Bapak Sofyan Rambey, MBA, FRM selaku pembimbing dalam penulisan karya akhir ini yang telah memberikan bimbingan, dorongan, saran, dan kesediaan waktu disela-sela waktu dan kegiatannya yang padat.
3. Untuk Bapak dan Ibu serta seluruh keluarga besar penulis atas segala doa, dukungan moril maupun finansial, pengertian, dan cinta kasih yang tulus.
4. Teman-teman PM-04 dan MR-04 atas kekompakan, semangat dan persahabatan selama ini. *Special thanks* untuk Mahdi, Richard, Shinta, Winnie, Manuel, Meilan, Adi, Hery, Kusnandar, Nico, Sonny, Doni, Mbak Ana dan Widi atas kebersamaan yang lucu dan indah.
6. Mona yang tanpa kenal lelah selalu mendukung baik dalam kata dan doa, memberikan semangat dalam menjalankan hari-hari.
7. Pak Dedy atas bantuan, perhatian, dan masukan yang diberikan dalam menyusun karya akhir ini, Pak Reza atas pengertiannya atas kesibukan penulis. Selain itu juga kepada

Wira dan Sonny yang sudah memberikan bantuan baik secara langsung maupun tidak langsung.

7. Para dosen pengajar, petugas perpustakaan dan laboratorium, serta seluruh staf dan karyawan MMUI atas segala *sharing*, bantuan, dukungan dan kerja sama yang diberikan selama masa kuliah

Penulis menyadari karya akhir ini masih belum sempurna. Oleh karena itu kritik dan saran yang membangun sangat diharapkan untuk kesempurnaan karya akhir ini. Semoga karya akhir ini bermanfaat bagi semua pihak yang berkepentingan.



Jakarta, Juli 2007

Lanang Trihardian
Penulis

RINGKASAN EKSEKUTIF

Dunia pasar modal Indonesia akhir-akhir ini menunjukkan pertumbuhan yang pesat. Setelah sempat mengalami resesi karena dihantam krisis ekonomi pada tahun 1998-1999, pasar modal Indonesia sekarang telah bangkit kembali, bahkan jauh lebih aktif dan bergairah dibandingkan dengan sebelum terkena krisis ekonomi. Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Jakarta yang telah menembus angka 2100 yang merupakan rekor tertinggi sepanjang sejarahnya BEJ. Situasi perekonomian dan politik yang relatif stabil telah membuat iklim investasi di Indonesia lebih kondusif, khususnya untuk investasi di sektor finansial.

Karakter investor pasar modal Indonesia yang umumnya berinvestasi untuk jangka pendek membuat perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Jakarta memiliki tugas yang lebih berat dari pada perusahaan yang belum *go public*. Perusahaan tersebut harus selalu memantau harga sahamnya di bursa karena harga saham di bursa merupakan indikator yang paling sering digunakan oleh investor untuk menilai kondisi yang sesungguhnya dari perusahaan. Oleh karena itu perusahaan akan mengambil tindakan atau strategi bila mereka menganggap harga saham di pasar tidak sesuai dengan nilai yang sesungguhnya.

Salah satu strategi yang dapat dilakukan oleh perusahaan dalam rangka memperbaiki atau meningkatkan harga saham yaitu melalui *reverse stock split* atau konsolidasi saham. Dengan melakukan *reverse stock split*, perusahaan dapat dengan seketika mendongkrak harga sahamnya dengan konsekuensi mengurangi jumlah saham yang beredar. *Reverse stock split* sebenarnya hanya suatu *corporate action* yang menggabungkan beberapa lembar saham yang sudah beredar menjadi satu saham.

Secara teori, seharusnya *reverse stock split* tidak memiliki dampak apapun terhadap tingkat pengembalian saham. Artinya tindakan tersebut tidak akan mengubah nilai fundamental dari perusahaan sehingga nilai *equity* dari perusahaan adalah tetap. Sebab *reverse stock split* hanya sebuah tindakan kosmetis yang tidak memiliki dampak apapun pada nilai perusahaan yang sesungguhnya.

Namun dalam ilmu keuangan ada pendapat yang menyatakan bahwa *reverse stock split* memiliki kandungan informasi didalamnya. Tindakan tersebut dianggap oleh sebagian orang berisi *signal* dari manajemen perusahaan mengenai prospek perusahaan di masa depan. Kandungan informasi inilah yang dapat ditangkap oleh investor, yang kemudian akan mengubah penilaian mereka terhadap perusahaan yang melakukan *reverse stock split*.

Penelitian ini berusaha untuk mengkaji apakah pada praktek di pasar modal Indonesia *reverse stock split* memang memiliki kandungan informasi atau tidak. Penelitian ini berusaha melihat apakah terdapat *abnormal return* dari saham yang melakukan *reverse stock split*. Sebab jika memang benar tindakan tersebut memiliki kandungan informasi didalamnya, maka seharusnya akan terjadi perubahan pada tingkat pengembalian dari saham tersebut. Selain itu penelitian ini juga akan menganalisa apakah terjadi perubahan likuiditas saham setelah dilakukannya *reverse stock split*.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *event study* karena metode ini merupakan salah satu metode yang paling sering digunakan untuk mengetahui pengaruh suatu peristiwa ekonomi terhadap perdagangan suatu saham dan hasilnya juga relatif akurat. Sampel penelitian adalah saham yang mengalami *reverse stock split* di Bursa Efek Jakarta. Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2003–2005. Periode estimasi ditetapkan sepanjang 200 hari bursa, sedangkan periode peristiwa adalah mulai dari 10 hari sebelum tanggal kejadian sampai dengan 10 hari setelah kejadian.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, diperoleh beberapa kesimpulan. Pertama, secara agregat, tidak ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan bagi pemegang saham yang sahamnya mengalami *reverse stock split*. Dilihat dari sisi saham individual, juga dapat dinyatakan tidak ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan bagi pemegang saham yang sahamnya mengalami *reverse stock split*. Kedua, untuk perbandingan antara *abnormal return* sebelum dengan *abnormal return* sesudah peristiwa *reverse stock split*, berdasarkan pengujian statistik, dapat disimpulkan tidak ada perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *reverse stock split*.

Kesimpulan ketiga, hasil uji terhadap rata-rata *Trading Volume Activity* atau TVA sebelum dan TVA sesudah pelaksanaan *reverse stock split* memperlihatkan bahwa justru terjadi perbedaan rata-rata total volume aktivitas antara sebelum dengan sesudah peristiwa tersebut. Dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa terjadi penurunan rata-rata total volume aktivitas saham setelah pelaksanaan *reverse stock split*. Terjadi peningkatan TVA secara signifikan pada t-9 dan t-4 sebelum *reverse stock split*. Sedangkan sesudah *reverse stock split* hanya terjadi lonjakan TVA yang signifikan pada t+3 saja.

EXECUTIVE SUMMARY

Indonesian capital market lately exhibits a strong growth. After experiencing recession in the economic crisis period in 1998-1999, Indonesian capital market has made a great come back, now even more active and lively than before the crisis. The Jakarta Composite Index, recently, has finally broken the 2100 level, which is an all-time high record. The economic and political stability has created a very conducive environment for investments in Indonesia, especially in the financial sector.

Indonesian capital market investor's character, which is predominantly short-term investors, has made the job of listed companies a lot harder than private companies. Listed companies have to keep track of the price of their stocks in the market because stock price is the primary indicator used by investors to observe a company's fundamental condition. That is why companies will take action or strategy if they think that the price of their stocks in the market is too low and does not reflect their true value.

One strategy a company might undertake to improve or increase their stock price is reverse stock split. By undertaking reverse stock split, a company can instantly boost the price of its stocks with the consequence of decreasing the total amount of shares. Reverse stock split is actually just a corporate action which combines several shares into just one share, effectively reducing the total number of shares.

In theory, reverse stock split should not have any impact on a company's stock return. Reverse stock split does not alter the fundamental value of a company. Therefore, the equity value of that firm remains the same. Reverse stock split is basically just a cosmetic action, which have no impact on a company's true value.

In finance, there is a proposition that there are information contents in reverse stock split. Some people think that the action contains signal from management concerning the

company's future prospects. This information is then captured by investors. Investors then use that information to make revaluation of that company.

This research is trying to observe whether reverse stock split in Indonesian capital market actually has information content or not. Moreover, this research is intending to discover whether stocks that experienced reverse stock split exhibit significant abnormal return. If reverse stock split really contains information, there should be a variation in the company's stock return. This research is also trying to find out whether there is an alteration in the stock's liquidity after reverse stock split.

This research will use event study methodology, since it is commonly used to observe the impact of an economic event on stocks trading and is widely regarded as an accurate tool to measure the impact. The research samples are stocks that experienced reverse stock split in the period of 2003-2005. Estimation period is 200 bourse days and event period starts from 10 days before event day until 10 days after event.

Based on the research results, there are several conclusions that can be inferred. Firstly, on aggregate, there is no significant abnormal return on a stock following a reverse stock split. There is also no significant abnormal return from the individual stock following a reverse stock split. Secondly, there is no significant change in abnormal return after a reverse stock split compared to before reverse stock split.

The third conclusion is that, based on test of average Trading Volume Activity (TVA) before and after the reverse stock split, there is a reduction in average Trading Volume Activity after reverse stock split. There are significant increases of TVA in t-9 and t-4 before reverse stock split. And there is only one significant increase of TVA after reverse stock split, which occur in t+3.

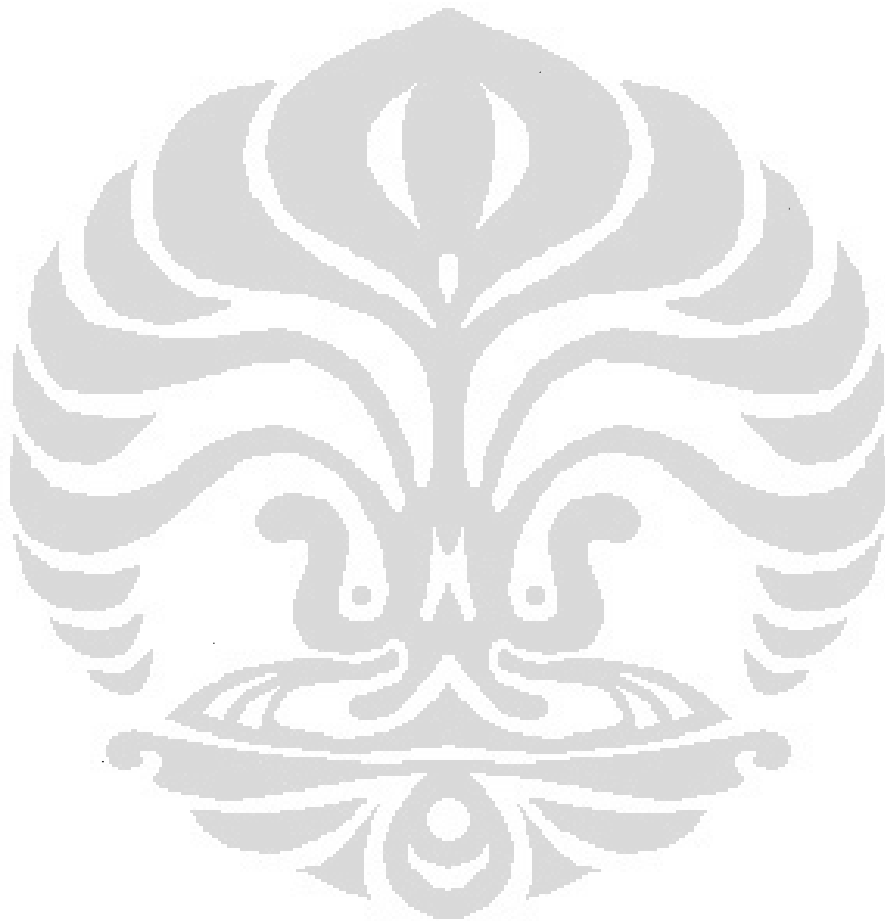
DAFTAR ISI

	Halaman
KATA PENGANTAR	i
RINGKASAN EKSEKUTIF	iii
<i>EXECUTIVE SUMMARY</i>	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
BABI PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penulisan	4
1.4 Metode Penelitian dan Data.....	5
1.5 Ruang Lingkup Penelitian	6
1.6 Sistematika Penulisan	6
BAB II LANDASAN TEORI	
2.1 Definisi Pasar Modal.....	9
2.2 Pasar Modal Indonesia.....	11
2.3 Konsolidasi Saham (<i>Reverse Stock Split</i>)	15
2.4 Motivasi Dilaksanakannya <i>Reverse Stock Split</i>	18
2.5 Pengertian <i>Event Study</i>	20
2.6 Tingkat Pengembalian Abnormal (<i>Abnormal Return</i>).....	22
2.7 Efisiensi Pasar	25

2.8	Penelitian-Penelitian Sebelumnya.....	27
BAB III METODE PENELITIAN		
3.1	Pemilihan Sampel	29
3.2	Penentuan <i>Event</i> dan Periode <i>Event</i>	30
3.3	Metodologi Pengujian	31
3.3.1	Pengujian Hipotesa I.....	31
3.3.2	Pengujian Hipotesa II.....	33
3.3.3	Pengujian Hipotesa III.....	36
BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN		
4.1	Pengolahan Data	38
4.2	Statistik Deskriptif	39
4.3	Analisis <i>Abnormal Return</i> Saham Individual (Pengujian Hipotesa I).....	40
4.3.1	Analisa AR dan CAR Saham BBNI.....	41
4.3.2	Analisa AR dan CAR Saham BNBR.....	44
4.4	Pengujian Hipotesa II	47
4.5	Pengujian Hipotesa III	50
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN		
5.1	Kesimpulan	55
5.2	Kelemahan Penelitian.....	57
5.3	Saran	58
5.3.1	Untuk Penelitian Selanjutnya.....	59
5.3.2	Untuk Investor.....	59
5.3.3	Untuk Emiten.....	60

DAFTAR PUSTAKA 61

LAMPIRAN

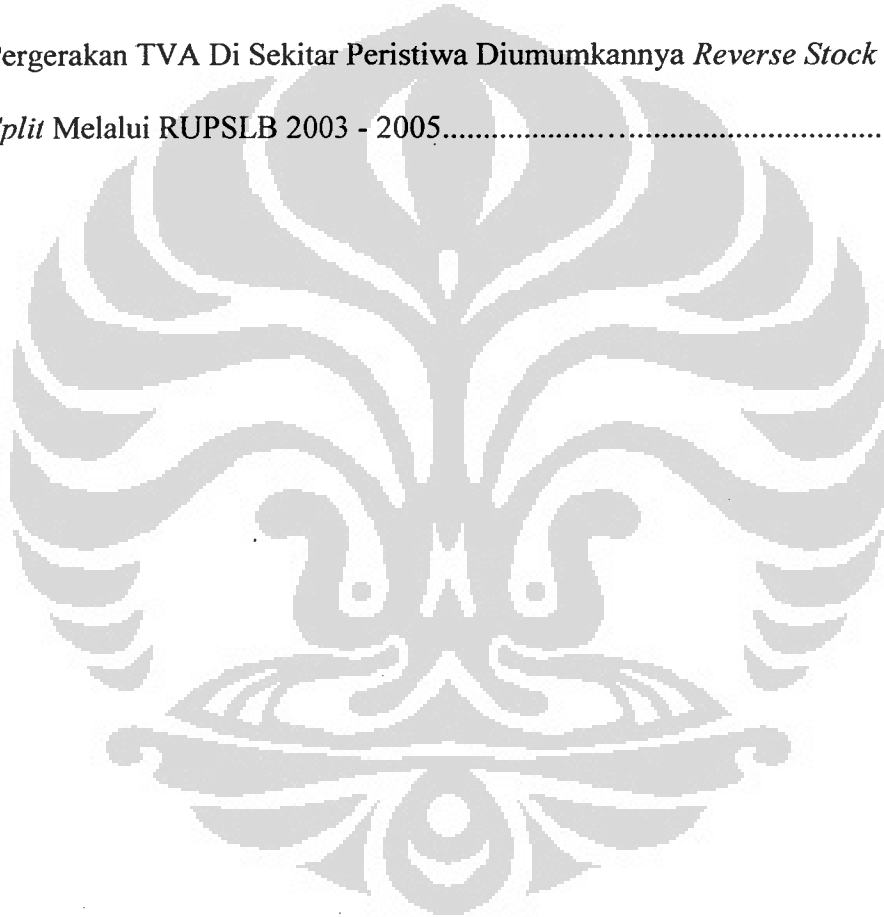


DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4.1	Daftar Emiten yang Melakukan <i>Reverse Stock Split</i> periode 2003-2005..... 38
Tabel 4.2	Saham yang Masuk Indeks LQ45 Selama Periode Estimasi..... 39
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif <i>Return</i> Portofolio Selama Periode Penelitian..... 39
Tabel 4.4	Hasil Perhitungan AR dan CAR Saham BBNI..... 42
Tabel 4.5	Hasil Perhitungan AR dan CAR Saham BNBR 44
Tabel 4.6	Data AR Sebelum dan Sesudah Peristiwa Diumumkannya <i>Reverse Stock Split</i> Melalui RUPSLB..... 48
Tabel 4.7	Perhitungan Statistik AR Sebelum dan AR Sesudah Peristiwa Diumumkannya <i>Reverse Stock Split</i> 48
Tabel 4.8	TVA Sebelum dan TVA Sesudah Peristiwa Diumumkannya <i>Reverse Stock Split</i> melalui RUPSLB..... 50
Tabel 4.9	Perhitungan Statistik TVA Sebelum dan Sesudah Peristiwa Diumumkannya <i>Reverse Stock Split</i> 51

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Bagan Proses Pelaksanaan <i>Corporate Action</i>	17
Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian.....	35
Gambar 4.1 Pergerakan AR & CAR Saham BBNI.....	43
Gambar 4.2 Pergerakan AR & CAR Saham BNBR.....	46
Gambar 4.3 Pergerakan TVA Di Sekitar Peristiwa Diumumkannya <i>Reverse Stock Split</i> Melalui RUPSLB 2003 - 2005.....	53



DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman	
Lampiran 1	Harga Saham Historis BBNI dan IHSG (14 Januari 2003 - 8 Desember 2003).....	L-1
Lampiran 2	Harga Saham Historis BNBR dan IHSG (12 April 2004 - 9 Maret 2005).....	L-2
Lampiran 3	Return Saham BBNI dan IHSG Selama Periode Estimasi.....	L-3
Lampiran 4	Return Saham BNBR dan IHSG Selama Periode Estimasi.....	L-4
Lampiran 5	Perhitungan Standard Error Spesifik Saham BBNI	L-5
Lampiran 6	Perhitungan Standard Error Spesifik Saham BNBR.....	L-6
Lampiran 7	Perhitungan CAR dan SCAR Saham BBNI.....	L-7
Lampiran 8	Perhitungan CAR dan SCAR Saham BNBR.....	L-8

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dunia pasar modal Indonesia akhir-akhir ini menunjukkan pertumbuhan yang pesat. Setelah sempat mengalami resesi karena dihantam krisis ekonomi pada tahun 1998-1999, pasar modal Indonesia sekarang telah bangkit kembali, bahkan jauh lebih aktif dan bergairah dibandingkan dengan sebelum terkena krisis ekonomi. Hal ini dapat dilihat dari Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Jakarta yang telah menembus angka 2100 yang merupakan rekor tertinggi sepanjang sejarah berdirinya BEJ. Situasi perekonomian dan politik yang relatif stabil telah membuat iklim investasi di Indonesia lebih kondusif, khususnya untuk investasi di sektor finansial.

Semakin kondusifnya iklim investasi di pasar modal Indonesia telah mendorong semakin banyak masyarakat untuk berinvestasi di pasar modal. Umumnya mereka tertarik karena investasi di pasar modal dapat memberikan tingkat pengembalian yang relatif tinggi, meskipun hal tersebut diikuti oleh tingkat risiko yang lebih tinggi pula. Karena tingkat risiko yang relatif tinggi serta pengetahuan yang masih terbatas, maka sebagian besar investor di pasar modal Indonesia merupakan investor jangka pendek. Mereka umumnya hanya trading saham saja dan jarang sekali yang berinvestasi jangka panjang.

Karakter investor pasar modal Indonesia seperti tersebut di atas membuat perusahaan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Jakarta memiliki tugas yang lebih berat dari pada perusahaan yang belum *go public*. Perusahaan tersebut harus selalu memantau harga

sahamnya di bursa karena harga saham di bursa merupakan indikator yang paling sering digunakan oleh investor untuk menilai kondisi yang sesungguhnya dari perusahaan. Oleh karena itu perusahaan akan mengambil tindakan atau strategi bila mereka menganggap harga saham di pasar tidak sesuai dengan nilai yang sesungguhnya.

Salah satu strategi yang dapat dilakukan oleh perusahaan dalam rangka memperbaiki atau meningkatkan harga saham yaitu melalui *reverse stock split* / konsolidasi saham. Dengan melakukan *reverse stock split*, perusahaan dapat dengan seketika mendongkrak harga sahamnya dengan konsekwensi mengurangi jumlah saham yang beredar. *Reverse stock split* sebenarnya hanya suatu *corporate action* yang menggabungkan beberapa lembar saham yang sudah beredar menjadi satu saham.

Secara teori, seharusnya *reverse stock split* tidak memiliki dampak apapun terhadap *return* saham. Artinya tindakan tersebut tidak akan mengubah nilai fundamental dari perusahaan sehingga nilai *equity* dari perusahaan adalah tetap. Sebab *reverse stock split* hanya sebuah tindakan kosmetis yang tidak memiliki dampak apapun pada nilai perusahaan yang sesungguhnya.

Namun dalam ilmu keuangan ada pendapat yang menyatakan bahwa *reverse stock split* memiliki kandungan informasi didalamnya. Tindakan tersebut dianggap oleh sebagian orang berisi *signal* dari manajemen perusahaan mengenai prospek perusahaan di masa depan. Kandungan informasi inilah yang dapat ditangkap oleh investor, yang kemudian akan mengubah penilaian mereka terhadap perusahaan yang melakukan *reverse stock split*.

Ternyata memang cukup banyak perusahaan yang menggunakan *reverse stock split* untuk mengendalikan harga sahamnya di Bursa Efek Jakarta. Pada tahun 2005, tercatat 4 perusahaan melakukan *reverse stock split*, yaitu PT. Artha Pacific Internasional Tbk (APIC),

PT. Bakrie & Brothers Tbk (BNBR), PT. Indoexchange Tbk (INDX), dan PT. United Capital Indonesia Tbk (UNIT). Sedangkan pada tahun 2004, tercatat 5 perusahaan, yaitu PT. Inti Indah Karya Plasindo Tbk (IIKP), PT. Lippo E-Net Tbk (LPLI), PT. Bank Niaga Tbk (BNGA), PT. Bank Permata Tbk (BNLI), PT. Palm Asia Corpora Tbk (PLAS), dan PT. Sierad Produce Tbk (SIPD). Pada tahun 2003, 5 perusahaan melakukan *reverse stock split*, yaitu PT. Bakrie Finance Corporation Tbk (MTFN), PT. Bank Danamon Indonesia Tbk (BDMN), PT. Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI), PT. Simas Multiartha Tbk (SMMA) dan PT. Suba Indah Tbk (SUBA). Setahun sebelumnya, 2002, 3 perusahaan melakukan *reverse stock split*, yaitu PT. Bank Danamon Indonesia Tbk (BDMN), PT. Bank Internasional International Tbk (BNII) dan PT. Bank Lippo Tbk (LPBN).

Penelitian ini berusaha untuk mengkaji apakah pada praktek di pasar modal Indonesia *reverse stock split* memang memiliki kandungan informasi atau tidak. Penelitian ini berusaha melihat apakah terdapat *abnormal return* ataupun perubahan pada *return* dari saham yang melakukan *reverse stock split*. Sebab jika memang benar tindakan tersebut memiliki kandungan informasi didalamnya, maka seharusnya akan terjadi perubahan pada tingkat pengembalian dari saham tersebut. Selain itu, penelitian ini juga akan mencoba untuk mengetahui apakah tindakan *reverse stock split* memiliki dampak terhadap volume perdagangan suatu saham di bursa. Apabila memang ternyata terdapat perubahan terhadap volume perdagangan suatu saham, berarti terbukti bahwa pasar memang menganggap tindakan *reverse stock split* memiliki kandungan informasi didalamnya.

1.2 Perumusan Masalah

Reverse stock split, berdasarkan beberapa penelitian yang dilakukan di mancanegara, adalah lebih dari sekedar tindakan kosmetis belaka. *Reverse stock split* mengandung sinyal didalamnya sehingga mengakibatkan munculnya *abnormal return* ditanggal sekitar pelaksanaan dan pengumumannya. Penelitian ini ingin mengukur seberapa besar *abnormal return* yang diperoleh saham yang melakukan tindakan *reverse stock split* di Bursa Efek Jakarta. Lebih spesifik lagi, penelitian ini ingin mengukur seberapa besar *abnormal return* yang dihasilkan oleh saham disekitar tanggal diumumkannya pelaksanaan tindakan *reverse stock split*.

Selain dianggap memberikan *abnormal return*, *reverse stock split* juga dianggap dapat meningkatkan volume perdagangan suatu saham di pasar atau bursa. Maka penelitian ini juga ingin mengukur apakah volume perdagangan suatu saham memang mengalami perubahan setelah melakukan *reverse stock split*.

1.3 Tujuan Penulisan

Penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Membuktikan melalui penelitian empiris di Bursa Efek Jakarta apakah pada sekitar tanggal diumumkannya secara resmi pelaksanaan tindakan korporat *reverse stock split* melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa memang terdapat *abnormal return* pada suatu saham.
2. Membuktikan melalui penelitian empiris di Bursa Efek Jakarta apakah ada perubahan volume perdagangan pada suatu saham antara sebelum dengan sesudah mengalami *reverse stock split*.

1.4 Metode Penelitian dan Data

Metode penelitian yang diambil dalam penulisan karya akhir yang diusulkan disini adalah metode *event study* untuk melihat apakah terdapat perubahan pada tingkat pengembalian saham sebelum dan setelah dilakukannya *reverse stock split*.

Penelitian dilakukan dengan membuat model *return* setiap saham sebelum dilakukannya *reverse stock split*. Pembuatan model *return* tersebut akan menggunakan regresi sederhana. Dengan menggunakan model tersebut kemudian dihitung estimasi *return* wajar untuk masing-masing saham. Langkah selanjutnya adalah menghitung *abnormal return* masing-masing saham pada tanggal-tanggal sekitar pelaksanaan RUPSLB yang agendanya persetujuan tindakan *reverse stock split*. Hal ini untuk melihat apakah memang ada *abnormal return* pada saat dilaksanakannya RUPSLB. Kemudian penelitian ini juga melihat perubahan *abnormal return* sebelum dan sesudah dilaksanakannya *reverse stock split*. Selain itu dihitung juga volume aktivitas perdagangan atau *Trading Volume Activity (TVA)* masing-masing saham sebelum dan sesudah *reverse stock split*.

Data yang akan digunakan dalam karya akhir ini akan berupa data sekunder, yaitu berupa:

1. Data harga penutupan masing-masing saham sebelum dan sesudah *reverse stock split*.
2. Data penutupan harian Indeks Harga Saham Gabungan selama periode penelitian.
3. Data volume perdagangan harian masing-masing saham sebelum dan sesudah *reverse stock split*.

Data-data tersebut diperoleh dari publikasi-publikasi Bursa Efek Jakarta, *website* www.jsx.co.id, Bloomberg serta media-media cetak lainnya.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Penulis membatasi ruang lingkup penelitian ini hanya pada saham-saham perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta saja. Periode penelitian adalah mulai bulan Januari 2003 sampai dengan bulan Desember 2005. Selama periode penelitian, terdapat 15 kali tindakan *reverse stock split*.

Agar hasil penelitian ini terjaga akurasinya, peneliti mengeluarkan saham-saham perusahaan yang pada sekitar tanggal pelaksanaan *reverse stock split* juga melakukan *corporate action* lainnya. Sebab dengan adanya *corporate action* lain selain *reverse stock split* di waktu yang berdekatan, membuat sukar untuk mengukur seberapa besar *abnormal return* saham yang hanya disebabkan karena *reverse stock split* saja.

Peneliti juga tidak memasukkan dalam penelitian saham-saham yang tergolong saham tidur atau saham yang jarang sekali diperdagangkan di bursa. Sebab selain akan sukar untuk menghitung *abnormal return*-nya, saham tidur juga sukar untuk diukur apakah mengalami perubahan likuiditas setelah melakukan *reverse stock split*. Sehingga diputuskan untuk hanya memasukkan saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ45 saja yang dijadikan sampel penelitian. Hal ini dengan asumsi saham-saham yang masuk ke dalam indeks LQ45 adalah saham-saham yang termasuk likuid di pasar.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan karya akhir ini akan dibuat dalam 5 bab dengan urutan pembahasan sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan yang ingin dicapai melalui penelitian ini, manfaat penelitian, metode yang digunakan serta sistematika pembahasan

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini menjelaskan penjelasan teori yang dibutuhkan dalam pembentukan model *return* saham, perhitungan normal dan abnormal *return*. Juga dibahas mengenai teori *signalling* yang terkandung dalam sebuah *corporate action*. Serta juga dibahas teori-teori mengenai likuiditas dalam pasar modal.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

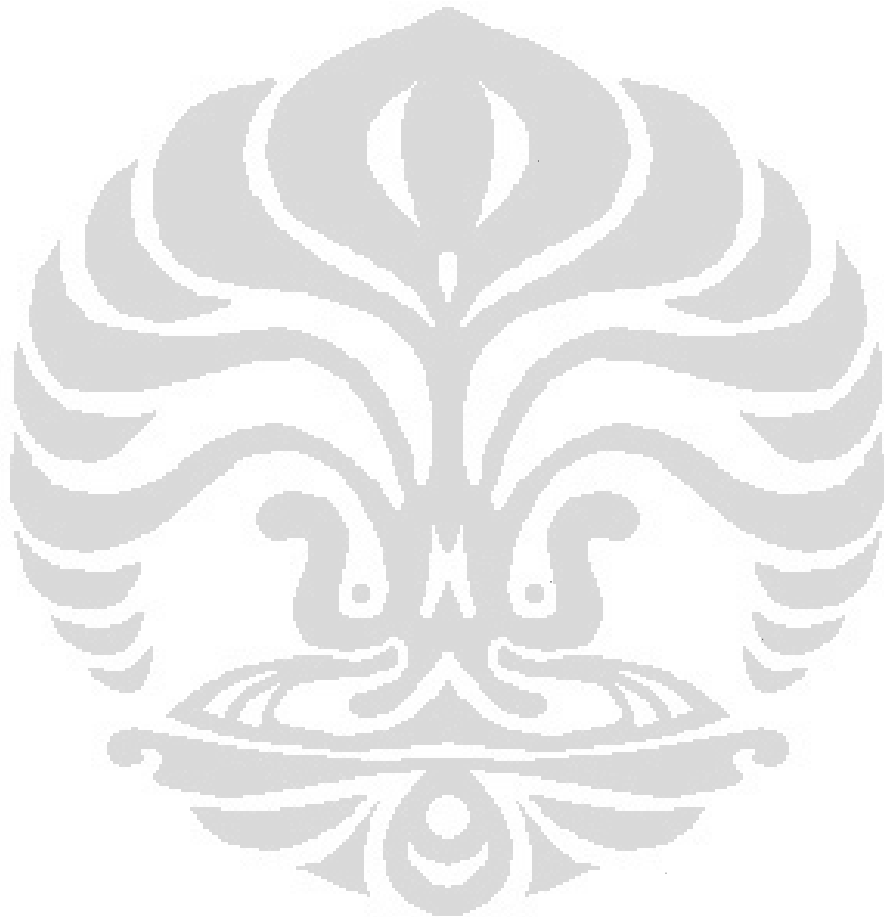
Bab ini menjelaskan langkah-langkah yang dilakukan dalam pembentukan model *return* masing-masing saham yang akan digunakan untuk menghitung *abnormal return*. Kemudian akan dilakukan uji signifikansi terhadap hasil perhitungan *abnormal return* tersebut. Juga dibahas langkah-langkah penghitungan *Trading Volume Activity* serta uji signifikansinya.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi langkah yang dilakukan dalam implementasi dan perhitungan model beserta analisa yang didapat dari hasil implementasi dan perhitungan tersebut. Serta akan dibahas juga faktor-faktor apa yang menjadi penyebab ada atau tidaknya *abnormal return* dan *Trading Volume Activity*.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini menjelaskan kesimpulan dari hasil pembahasan masalah dan hasil yang dicapai, kelemahan penelitian ini serta saran untuk pengembangan pada penelitian selanjutnya.



BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Definisi Pasar Modal

Dari kaca mata ilmu ekonomi ada dua kelompok besar dalam dunia. Yang pertama adalah kelompok yang memiliki surplus tabungan (*saving surplus unit*). Kelompok atau unit ini memiliki jumlah tabungan yang lebih besar dari pada jumlah investasinya dalam bentuk aset riil. Sehingga kelompok atau unit ini memiliki aset finansial. Kemudian kelompok ke dua adalah kelompok atau unit yang memiliki jumlah tabungan lebih kecil dari pada jumlah investasi dalam bentuk aset riil. Kelompok ini disebut juga *saving deficit unit*. Karena itu kelompok atau unit ini menanggung kewajiban finansial. Hal ini disebabkan jumlah tabungan kelompok ini tidak dapat menutup jumlah investasinya yang berbentuk aset riil, sehingga mengalami defisit dana.

Dua pihak inilah yang akhirnya bertemu pada suatu tempat yang dinamakan pasar keuangan (*financial market*). Sesuai dengan namanya, pasar keuangan adalah sebuah pasar di mana aset-aset keuangan diperdagangkan. Pasar keuangan sendiri dapat dibedakan menjadi dua bagian atau kelompok berdasarkan tingkat maturity instrumennya. Apabila maturity instrumennya kurang dari satu tahun, maka termasuk dalam pasar uang (*money market*). Contoh instrumen keuangan yang masuk dalam kelompok pasar uang antara lain *commercial paper*, sertifikat deposito, *Repurchase Agreement*, dll. Sedangkan apabila maturity instrumennya lebih dari satu tahun, maka termasuk dalam pasar modal (*capital market*).

Contoh instrumen keuangan yang masuk dalam kelompok pasar modal antara lain saham, obligasi pemerintah, obligasi perusahaan dan sekuritas kredit.

Selain itu *financial market* juga dapat dibedakan menjadi dua pasar, yakni pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*). Pasar perdana adalah pasar dimana *issuer* menerbitkan efek untuk pertama kalinya dan dana akan diterima oleh *issuer*. Sedangkan pasar sekunder adalah pasar yang dibutuhkan oleh investor, agar atas efek-efek yang dibelinya saat pasar perdana memiliki likuiditas dan mudah diperjualbelikan. Sedemikian pentingnya likuiditas yang dihasilkan pasar sekunder, sehingga dalam komponen *risk premium* yang merupakan pendiskonto *stream of cashflow*, *liquidity premium* merupakan salah satu komponen yang penting.

Bursa efek merupakan salah satu bentuk *organized market* yang menyediakan likuiditas pada pasar sekunder. Artinya bursa efek masuk dalam kelompok pasar sekunder. Pasar primer masih dapat dibagi lagi menjadi dua bagian. Yang pertama adalah penerbitan saham baru musiman (*seasoned new issues*), yaitu penawaran tambahan jumlah sekuritas yang telah beredar atau sering juga disebut *rights offering*. Yang kedua adalah penerbitan saham baru nonmusiman (*unseasoned new issues*), yaitu penawaran sekuritas perdana kepada publik dan sering juga disebut *Initial Public Offering (IPO)*.

Menurut Undang Undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal, pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sementara pengertian bursa efek sendiri, masih berdasarkan UU No. 8 tahun 1995, adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak lain dengan tujuan

memperdagangkan efek di antara mereka. Sedangkan menurut Megginson (1997), pasar modal adalah pasar keuangan yang terlibat dengan penjualan atau perdagangan sekuritas modal sendiri (*equity securities*) atau sekuritas hutang (*debt securities*) yang memiliki maturitas lebih dari satu tahun¹. Sementara menurut Sharpe dan Alexander (1989), pasar modal adalah mekanisme yang mempertemukan pembeli dan penjual aset keuangan yang bertujuan untuk memfasilitasi perdagangan. Semua definisi pasar modal berfokus pada terjadinya perdagangan sekuritas atau efek.

2.2 Pasar Modal Indonesia

Pasar modal di Indonesia sudah ada sejak jaman kolonial. Tepatnya sejak 14 Desember 1912, ketika Vereniging Voor De Effectenhandel berdiri di Jakarta. Tujuan dari berdirinya perusahaan ini adalah untuk menghimpun dana guna menunjang ekspansi usaha perkebunan milik orang-orang Belanda di Indonesia. Investornya terutama adalah orang-orang Hindia Belanda dan Eropa yang tinggal di Indonesia. Berdirinya bursa di Jakarta ini ternyata dapat berkembang dengan baik. Kemudian disusul dengan berdirinya Bursa Efek di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Bursa Efek di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Tahun 1939, bersamaan dengan memanasnya gejolak politik di Eropa menjelang perang dunia II, Bursa Efek di Surabaya dan Bursa Efek di Semarang terpaksa ditutup. Kemudian pada tanggal 10 Mei 1940 ketika perang dunia II sedang berkecamuk, Bursa Efek di Jakarta akhirnya ikut ditutup. Selama sekitar 11 tahun Indonesia tidak lagi memiliki bursa efek. Baru pada 1 September 1951 Pemerintah mendirikan lagi Bursa Efek di Jakarta melalui Undang-Undang darurat No. 13 tentang bursa. Peraturan tersebut kemudian diubah menjadi

¹ William L. Megginson, "Corporate Finance Theory," 1st edition, Addison-Wesley Educational Publishers Inc., 1997, hal.398

UU No. 15 tahun 1952 oleh Menteri Kehakiman, Lukman Wiradinata dan Menteri Keuangan, Sumitro Djoyohadikusumo. Sehingga mulai tahun 1952 Bursa Efek di Jakarta mulai efektif lagi dengan peserta yang sama seperti sebelum perang dunia II. Namun pada tahun 1956 pemerintah melakukan nasionalisasi, sehingga perekonomian Indonesia cenderung mengarah pada perekonomian sosialis. Sebagai akibatnya aktivitas di bursa efek menjadi semakin lesu. Setelah itu Bursa Efek mengalami masa vakum selama sekitar 21 tahun, mulai tahun 1956 sampai 1977.

Pada tanggal 10 Agustus 1977 pasar modal kembali dibuka, yang peresmiannya dilakukan oleh Presiden Republik Indonesia saat itu, Soeharto. Pembukaan kembali pasar modal ini juga ditandai dengan *go public*-nya PT. Semen Cibinong. Bursa Efek saat itu dijalankan oleh sebuah badan baru yang bernama Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM). Meskipun sudah berdiri secara resmi, waktu itu perdagangan di bursa efek sangat lesu. Sejak tahun 1977 sampai dengan 1987 jumlah emiten di bursa efek tercatat hanya 24 emiten. Memasuki tahun 1988, bursa efek baru bisa mengalami pertumbuhan yang cukup pesat. Hal ini dipicu oleh dikeluarkannya Paket Kebijakan Oktober dan Desember 1988 oleh pemerintah, yang kemudian menjadi Keputusan Menteri Keuangan pada bulan April 1989.

Ada tiga kebijakan penting yang diambil pemerintah saat itu. Pertama adalah memberi kesempatan pada investor asing untuk masuk bursa efek Indonesia. Kedua, mencabut batas fluktuasi 4% yang berpengaruh secara langsung terhadap transaksi di bursa. Yang ketiga adalah pencabutan PP No. 37 tahun 1983 tentang penundaan pengenaan pajak untuk pemilik deposito berjangka, yang membuat pemilik deposito mencari alternatif investasi yang mampu memberikan tingkat pengembalian yang lebih baik dengan tingkat risiko yang masih dapat diterima. Bahkan sekitar akhir 1988 hingga awal 1989 bursa efek memasuki masa *booming*,

yang ditandai dengan tingkat perdagangan dan pertumbuhan yang meningkat pesat. Sebagai perbandingan, rata-rata volume perdagangan harian pada akhir 1988 mencapai 122 juta lembar saham perhari atau meningkat 600% dibandingkan masa yang sama tahun 1987. Masa *booming* ini sempat bertahan selama kurang lebih satu setengah tahun, sampai pertengahan 1990.

Pada triwulan I 1990, Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek di Jakarta tercatat di level 600-an. Namun masa *booming* ini tidak bertahan lama. Pada akhir 1990 Indeks Harga Saham Gabungan mengalami penurunan yang signifikan sampai di level 400-an. Salah satu faktor penyebabnya adalah BAPEPAM kurang siap dan tidak memiliki aturan main dan sanksi yang lengkap, sementara kondisi bursa saat itu sedang berkembang pesat. Sehingga saat itu banyak terjadi permasalahan dalam aturan main di bursa dan ketidakmampuan BAPEPAM memberikan sanksi terhadap perilaku emiten yang melanggar etika di bursa. Akibatnya BAPEPAM menjadi sasaran kritikan para pengamat dan pelaku pasar modal. Yang menjadi fokus kritik pada waktu itu adalah ketidakbenaran informasi keuangan dari emiten sebagaimana disajikan pada prospektus dan keterlambatan dikeluarkannya laporan keuangan. Apalagi saat itu pemerintah juga memberlakukan *tight money policy* untuk menekan angka inflasi, sehingga kondisi bursa saat itu menjadi *bearish*. Sampai dengan tahun 1992 situasi perdagangan di bursa masih tetap kurang bergairah. Hal ini tetap terjadi meskipun antara tahun 1988 sampai 1990 pemerintah telah melaksanakan deregulasi pasar modal dan perbankan.

Langkah besar kemudian dilakukan pemerintah melalui swastanisasi Bursa Efek Jakarta pada tanggal 13 Juli 1992. Maka hari itu juga ditetapkan sebagai hari ulang tahun Bursa Efek Jakarta. Pada saat itu tercatat ada 197 perusahaan efek di BEJ. Akhirnya pada

tahun 1993 Indeks Harga Saham Gabungan BEJ kembali meningkat hingga mencapai level 588. Ada 2 hal yang menyebabkan peningkatan IHSG, yaitu:

1. Penurunan suku bunga deposito dalam negeri.
2. Masuknya investor asing yang diakibatkan rendahnya tingkat bunga (*interest rate*) di Amerika Serikat.

BEJ juga terus berusaha untuk mengembangkan infrastruktur yang dimilikinya agar dapat memberikan pelayanan yang lebih baik pada anggota-anggotanya. Hal ini dibuktikan dengan diimplementasikannya Jakarta Automated Trading System (JATS) pada 22 Mei 1995, yang merupakan komputerisasi proses perdagangan di BEJ. Kemudian masih ditambah lagi dengan diimplementasikan pula Securities Market Automated Research, Training and Surveillance (SMARTS) pada tahun 1997 oleh Bursa Efek Surabaya. Peningkatan infrastruktur ini juga didukung oleh deregulasi sektor pasar modal. Dengan dikeluarkannya UU No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal, berarti sudah ada kepastian hukum bagi transaksi dan lembaga-lembaga penunjang pasar modal.

Apalagi sejak tahun 1997 investor asing diizinkan untuk menguasai hingga 100% saham perusahaan domestik. Hal ini tertuang dalam Keputusan Menteri Keuangan No. 455/KMK.01/1997 yang isinya mencabut KMK No. 1055/KMK.013/1989, yang membatasi pembelian saham oleh pemodal asing melalui pasar modal dan bursa. Sebelumnya investor asing hanya diizinkan untuk menguasai maksimal 49% saham perusahaan domestik. Kebijakan ini ditempuh sebab waktu itu Indonesia mulai mengalami krisis ekonomi dan pemerintah takut investor asing akan berbondong-bondong meninggalkan Indonesia. Pada tahun 1999 juga dilakukan perubahan peraturan di BEJ. Satu lot saham perbankan yang sebelumnya berisi 500 lembar saham, diubah menjadi 5.000 lembar saham. Pemicunya adalah

anjloknya harga saham perbankan setelah dihantam krisis, sehingga saat itu harga nominal saham justru lebih tinggi dari pada harga pasarnya. Hal ini membuat perbankan tidak dapat melakukan *rights offering* berdasarkan PSAK, padahal sektor perbankan saat itu sangat membutuhkan suntikan dana segar. Maka solusinya adalah melakukan pemecahan saham. Namun karena pemecahan saham yang dilakukan dalam *split factor* yang besar, maka jumlah saham perbankan waktu itu menjadi terlalu besar. Maka untuk mempermudah transaksi saham perbankan, dibuatlah peraturan yang mengubah satu lot saham perbankan menjadi 5000 lembar saham. Namun ada pendapat lain mengenai sebab diubahnya jumlah satu lot saham perbankan. Haikal (1999) berpendapat perubahan jumlah lot tersebut adalah untuk mengurangi frekwensi transaksi di bursa karena sistem JATS di BEJ tidak lagi mampu menangani frekuensi transaksi di BEJ saat itu.

BEJ kembali melakukan terobosan dalam sistem perdagangannya ketika pada tahun 2000 menerapkan perdagangan tanpa warkat (*scriptless trading*). Langkah ini diambil dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar dan mengurangi kejadian hilangnya saham, pemalsuan saham serta mempercepat proses penyelesaian transaksi. Pada tahun 2002, sistem perdagangan di BEJ semakin meningkat dengan diimplementasikannya perdagangan jarak jauh (*remote trading*). Langkah ini sebagai upaya meningkatkan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan dan frekwensi perdagangan.

2.3 Konsolidasi Saham (*Reverse Stock Split*)

Definisi konsolidasi saham menurut Masanobu Iwatani adalah suatu metode untuk mengurangi jumlah saham perusahaan yang beredar dengan cara menggabungkan lebih dari

satu lembar saham menjadi satu lembar saham². Konsolidasi saham sangat mirip dan merupakan kebalikan dari pemecahan saham, dimana satu lembar saham dipecah menjadi lebih dari satu lembar saham. Konsolidasi saham tidak mengubah arus kas perusahaan di masa depan, proporsi kepemilikan pemegang saham, atau klaim dari kelas-kelas pemegang sekuritas yang lain. Namun konsolidasi saham justru membawa biaya administrasi yang bisa cukup substansial untuk perusahaan besar. Berdasarkan pandangan ini, perusahaan tidak dapat mengubah nilai pasarnya dan menciptakan kekayaan pemegang saham hanya dengan melakukan transaksi administratif yang mengubah jumlah saham yang beredar.

Jika pandangan tersebut benar, kenapa masih banyak perusahaan yang mau melakukan konsolidasi saham? Pada tahun 2002 di BEJ, tercatat 3 perusahaan melakukan konsolidasi saham. Tahun 2003 jumlah perusahaan yang melakukan konsolidasi saham bahkan lebih banyak lagi, tercatat 5 perusahaan melakukannya. Sementara pada tahun 2004 dan 2005, masing-masing terdapat 5 perusahaan yang melakukan konsolidasi saham. Namun, sampai saat ini konsolidasi saham tetap merupakan salah satu *corporate action* yang relatif jarang dilakukan oleh manajemen perusahaan publik.

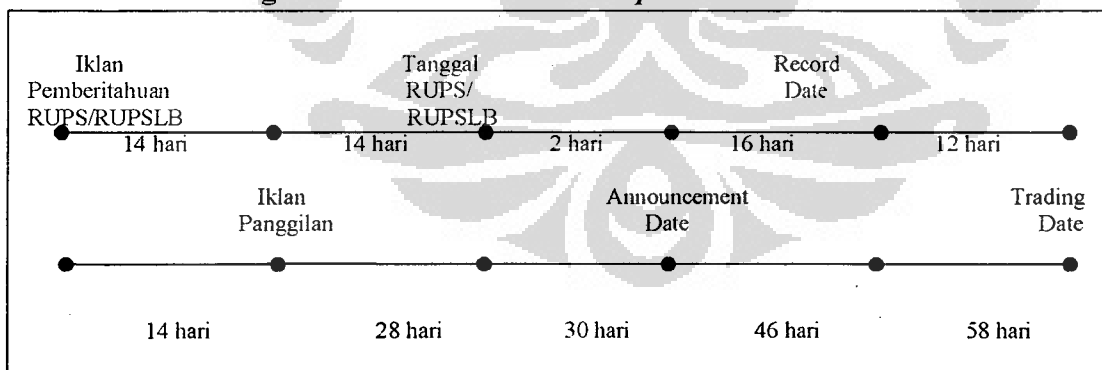
Proses dilakukannya Konsolidasi saham diatur berdasarkan UU No.1 tahun 1985 tentang Perseroan Terbatas dan Peraturan Perdagangan Efek No.II-A.1. Prosesnya adalah sebagai berikut:

1. Bagi PT, sebelum Rapat Umum Pemegang Saham dilaksanakan, wajib didahului dengan pengumuman pemberitahuan akan dilakukan RUPS, yang diiklankan di dua surat kabar berperedaran nasional, selambat-lambatnya 14 hari sebelum iklan panggilan RUPS.

² Masanobu Iwatani, "Reverse Stock Splits in Japan and the United States," *Capital Research Journal*, Vol. 5, No. 4, 2002, hal. 1.

2. Selanjutnya pengumuman pemanggilan pemegang saham untuk hadir pada RUPS, yang diiklankan di dua surat kabar berperedaran nasional, selambat-lambatnya 14 hari sebelum RUPS dilaksanakan.
3. Pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham atau Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa.
4. Hasil RUPS/RUPSLB secara lengkap dilaporkan ke bursa selambat-lambatnya dua hari bursa setelah RUPS. Tanggal ini disebut *Announcement/Declaration Date*.
5. Bursa mengumumkan hasil RUPS tersebut selambat-lambatnya hari bursa berikutnya setelah diterima laporan.
6. *Listing/Record Date*; pendaftaran pengurangan saham, paling cepat 16 hari bursa sejak *Announcement Date*.
7. *Trading Date*; dimulainya perdagangan Surat Kolektif Saham (SKS) baru dengan nilai nominal baru oleh investor, selambat-lambatnya 12 hari bursa setelah tanggal pencatatan.

Gambar 2.1 Bagan Proses Pelaksanaan Corporate Action



Sumber: Bursa Efek Jakarta, diolah kembali

2.4 Motivasi Dilakukannya *Reverse Stock Split*

Terdapat beberapa hipotesa yang mencoba untuk menjelaskan mengapa konsolidasi saham dilakukan. Hipotesa-hipotesa tersebut secara garis besar dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok: hipotesa kisaran perdagangan (*trading range*), *signaling* dan untuk memenuhi peraturan harga saham minimum³. Penjelasan yang mendukung hipotesa kisaran perdagangan (*trading range*) adalah konsolidasi saham mengembalikan harga saham kepada suatu kisaran perdagangan yang lebih disukai. Hipotesa *trading range* ini sangat erat hubungannya dengan konsep likuiditas saham. Penjelasan ini dengan asumsi pemegang saham lebih suka membeli dalam *round lot* tetapi tidak bisa karena harga sahamnya terlalu rendah. Namun ada kelompok yang menentang pendapat ini dengan argumentasi biaya *odd lot* relatif kecil dan investor institusi, yang membeli saham lebih banyak dari investor individu, tidak peduli dengan tingkat harga sepanjang tingkat pengembaliannya sesuai dengan risikonya.

Hipotesa ini juga memiliki penjelasan lain, yaitu untuk beberapa investor institusi besar, umumnya mereka menghindari saham-saham dengan harga yang terlalu murah. Investor institusi umumnya memiliki preferensi saham dengan harga di atas suatu batas bawah tertentu. Padahal investor institusi besar memiliki kemampuan untuk membuat suatu saham menjadi lebih likuid. Brennan dan Hughes (1991) berpendapat kisaran perdagangan optimal disukai karena biaya perdagangan dan komisi yang lebih tinggi. Sehingga konsolidasi saham membuat saham lebih menarik di mata *broker* karena menawarkan komisi yang lebih besar bagi para broker. Oleh sebab itu manajemen perusahaan melakukan konsolidasi saham karena berusaha agar saham perusahaannya masuk dalam *trading range* investor institusi besar serta para *broker*.

³ Disarikan dari karya ilmiah H. Kent Baker dan Gary E. Powell, "Further Evidence on Managerial Motives for Stock Splits," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 32, No. 3, 1993, hal.22-23.

Oleh sebab itu banyak investor yang menganggap bila manajemen perusahaan memutuskan melakukan *reverse stock split*, artinya manajemen merasa pesimis terhadap kinerja perusahaan di masa depan. Akan tetapi pendapat ini juga memiliki penentang. Yang menentang hipotesa ini beralasan berdasarkan pengalaman masa lalu, tidak semua perusahaan yang melakukan konsolidasi saham kemudian kinerjanya menurun. Seringkali konsolidasi saham dilakukan karena memang dianggap perlu agar saham perusahaan menjadi semakin likuid di pasar.

Penjelasan ketiga dari pemecahan saham berfokus pada keinginan manajemen perusahaan publik untuk menggunakan konsolidasi saham untuk memenuhi peraturan dari otoritas bursa, dalam kasus ini Bursa Efek Jakarta, mengenai harga minimum saham yang diperdagangkan di BEJ. Baru-baru ini, sekitar pertengahan bulan Juni 2007, BEJ mengeluarkan peraturan baru yang mengatur harga minimum baru saham yang *listing* di BEJ. Mulai tanggal 18 Juni 2007, BEJ memutuskan untuk meningkatkan harga minimum saham yang tercatat di BEJ dari Rp. 25 per lembar saham menjadi Rp. 50 per lembar saham. Saham-saham yang tidak memenuhi ketentuan tersebut terancam terkena sanksi dari BEJ. Bahkan apabila saham tersebut sampai dengan batas waktu yang telah ditetapkan belum juga memenuhi persyaratan harga minimum tersebut, maka akan di-*delisting* oleh BEJ. Maka untuk menghindari sanksi dari otoritas bursa, jalan yang paling mudah untuk meningkatkan harga saham suatu perusahaan di bursa adalah dengan melaksanakan *reverse stock split*.

Sementara itu, dari sisi investor, ada kelompok yang berpendapat bahwa tindakan manajemen perusahaan melakukan *reverse stock split* merupakan sebuah sinyal yang negatif dari pihak manajemen. Kelompok ini mendukung hipotesa *signaling* atau *information asymmetry* dengan alasan konsolidasi saham adalah sinyal informatif mengenai prospek masa

depan perusahaan yang lebih buruk dan *unfavourable*. Karena adanya hipotesa *signaling* tersebut, investor menganggap bahwa konsolidasi saham merupakan sebuah *signal* yang negatif dari pihak manajemen perusahaan. Tindakan manajemen melakukan konsolidasi saham menunjukkan bahwa pihak manajemen takut bahwa harga saham perusahaan akan semakin jatuh. Sehingga untuk menghindari semakin murahnya harga saham, manajemen perusahaan memutuskan untuk melakukan konsolidasi saham.

2.5 Metode Penelitian *Event Study*

Seringkali kita ingin meneliti bagaimana pengaruh suatu kejadian ekonomi terhadap nilai suatu perusahaan tertentu. Terlebih lagi apabila perusahaan tersebut adalah perusahaan terbuka atau publik yang sahamnya dimiliki oleh masyarakat luas dan diperdagangkan di bursa efek. Fokus perhatian dalam penelitian ini adalah adakah dampak suatu kejadian ekonomi terhadap tingkat pengembalian saham perusahaan. Apabila ada, seberapa besarkah dampaknya? Apakah cukup signifikan? Untuk menguji dan menilai seberapa besar pengaruh suatu kejadian ekonomi terhadap *return* suatu saham, salah satu metode penelitian yang paling sering digunakan adalah metode *event study*.

Event study adalah sebuah metode penelitian empiris yang memungkinkan seorang peneliti untuk menilai pengaruh kejadian tertentu terhadap harga saham suatu perusahaan. Pengertian lain diberikan oleh Kritzman (1994), di mana *event study* diartikan sebagai pengukuran hubungan antara suatu kejadian yang mempengaruhi surat-surat berharga dan pendapatan yang diterima pemilik dari surat-surat berharga tersebut.

Dari pengertian di atas terlihat bahwa metode penelitian *event study* digunakan untuk mengetahui reaksi harga saham di pasar modal terhadap kejadian apapun yang diinginkan oleh

peneliti, yang tujuannya adalah untuk meneliti reaksi pasar terhadap kejadian tertentu dengan melakukan observasi terhadap harga surat berharga selama periode penelitian. Metode penelitian *event study* cocok untuk digunakan untuk melihat apakah sebuah tindakan korporasi yang dilakukan perusahaan memiliki dampak terhadap harga sahamnya, dan apabila memang berdampak, seberapa besar dampaknya.

Hasil penelitian secara *event study* ini dapat digunakan baik oleh perusahaan maupun investor dalam mengambil keputusan. Dari sisi perusahaan, hasil studi tersebut dapat digunakan sebagai dasar untuk mengambil keputusan tindakan korporat apa yang tepat dalam usaha mencapai suatu tujuan perusahaan tertentu. Sementara bagi investor, hasil studi ini dapat dijadikan dasar keputusan investasi apabila suatu perusahaan akan melakukan tindakan korporat tertentu.

Dalam metode *event study*, yang ingin diukur adalah dampak suatu tindakan korporat terhadap *return* saham. Sehingga harus dipisahkan antara tingkat pengembalian normal suatu saham dengan tingkat pengembalian tidak normal yang disebabkan oleh suatu tindakan korporat. Tingkat pengembalian tidak normal tersebut disebut dengan *abnormal return* atau *unexpected return*. Sedangkan tingkat pengembalian normal suatu saham disebut sebagai *normal return* atau *expected return*. Sehingga secara umum tujuan *event study* adalah untuk menduga seberapa besar *abnormal return* pada sekitar waktu terbitnya informasi mengenai suatu saham dan mengidentifikasi pola perubahan *abnormal return* terhadap informasi baru.

Metode *event study* banyak dipakai oleh peneliti karena termasuk sederhana dan praktis. Salah satu kelebihan dari metode ini adalah karena tidak perlu menggunakan analisa akuntansi. Banyak peneliti yang menilai bahwa penelitian yang menggunakan data angka-angka

akuntansi seringkali hasilnya bias dan kurang akurat. Hal ini disebabkan oleh seringnya manajemen perusahaan melakukan manipulasi laporan keuangan.

Manajemen melakukan manipulasi tersebut karena umumnya kinerja mereka dinilai berdasarkan kinerja keuangan perusahaan seperti yang terlihat dalam laporan keuangan. Sehingga manajemen akan selalu berusaha untuk membuat laporan keuangan perusahaan lebih baik dari keadaan yang sesungguhnya. Manipulasi laporan keuangan tersebut dapat berupa yang paling sederhana dalam bentuk *window dressing* sampai yang canggih dalam bentuk *financial engineering*.

2.6 Tingkat Pengembalian Abnormal (*Abnormal Return*)

Tingkat pengembalian abnormal adalah selisih antara tingkat pengembalian yang sesungguhnya (*actual return*) dengan tingkat pengembalian yang diperkirakan (*expected return*). Maka untuk menghitung besarnya tingkat pengembalian abnormal harus mengetahui dahulu besarnya tingkat pengembalian yang diperkirakan. Tingkat pengembalian abnormal ini berguna terutama untuk melihat seberapa besar pengaruh suatu *event* atau kejadian terhadap harga suatu saham. Karena *expected return* tidak memperkirakan terjadinya suatu *event*, maka dengan mengurangi *actual return*, yang sudah terpengaruh *event* tersebut, dengan *expected return*, maka akan diketahui besarnya pengaruh *event* terhadap harga saham. Oleh karena itu dalam sebuah *event study* yang dihitung adalah tingkat pengembalian abnormal.

Walaupun jumlahnya tidak banyak, namun ada beberapa peneliti yang mencoba membahas mengenai tingkat pengembalian abnormal. Menurut Brown dan Warner (1980), terdapat tiga model atau metode dalam menghitung tingkat pengembalian abnormal:

- *Mean-Adjusted Model*
- *Market-Adjusted Model*
- *Market Model*

Dalam *mean-adjusted model* tingkat pengembalian saham i pada tanggal t ($R_{i,t}$) dihitung berdasarkan tingkat pengembalian rata-rata selama periode penelitian. Model ini mengasumsikan tingkat pengembalian yang diperkirakan [$E(R)$] adalah tingkat pengembalian konstan dan tingkat pengembalian yang diperkirakan setiap saham berbeda-beda: $E(R_{i,t}) = R_i$. Tingkat pengembalian abnormal adalah selisih antara tingkat pengembalian yang diobservasi ($R_{i,t}$) dengan tingkat pengembalian yang diperkirakan pada periode t :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_i \dots\dots\dots(2.1)$$

Model ini konsisten dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dengan asumsi bahwa saham memiliki risiko sistematis yang tetap dan *efficient frontier* tetap, *Capital Asset Pricing Model* juga memprediksi bahwa tingkat pengembalian yang diperkirakan [$E(R)$] tetap.

Dalam *market-adjusted model*, tingkat pengembalian normal (*expected*) diukur berdasarkan tingkat pengembalian pasar pada periode t . Model ini mengasumsikan bahwa tingkat pengembalian yang diperkirakan sama pada semua saham, tetapi tidak berarti konstan untuk saham tertentu. Karena portofolio pasar dari aset yang berisiko, disebut M , adalah kombinasi linier saham-sahamnya, maka $E(R_{i,t}) = R(R_{m,t}) = R_t$ pada semua saham i . Tingkat pengembalian abnormal saham i adalah perbedaan antara tingkat pengembalian aktual saham ($R_{i,t}$) dengan tingkat pengembalian portofolio pasar ($R_{m,t}$):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \dots\dots\dots(2.2)$$

Market-adjusted model juga konsisten dengan *Capital Asset Pricing Model* dengan asumsi semua saham memiliki risiko sistematis / *beta* sebesar 1 dan *alpha* mendekati atau sama dengan 0.

Sedangkan *market model* disebut juga dengan model *Ordinary Least Square* (OLS). Tingkat pengembalian saham *i* akan diregresikan terhadap tingkat pengembalian pasar. Model tingkat pengembalian OLS diperkenalkan oleh Fama et al (1969) dalam riset mereka tentang pemecahan saham. Model ini memasukkan faktor pasar dan risiko sistematis setiap sampel saham. Model ini mengasumsikan bahwa beberapa versi CAPM dapat menghasilkan *expected return*. Model yang dipakai Fama et al untuk menghitung tingkat pengembalian yang diperkirakan saham *i* pada periode *t* adalah regresi OLS. Maka tingkat pengembalian abnormal saham *i* periode *t*:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots (2.3)$$

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta R_{mt} \dots\dots\dots (2.4)$$

OLS digunakan sebagai alat atau *tool* untuk meregresikan tingkat pengembalian saham selama periode estimasi dan tingkat pengembalian pasar, untuk mendapatkan α_i dan β_i .

Dalam penelitian ini penulis memutuskan menggunakan *single index market model*. Sebab metode ini meskipun yang paling sederhana, tetapi hasilnya dapat diterima. Metode *single index market model* berasumsi bahwa covariance return suatu sekuritas adalah cenderung positif. Karena return-return sekuritas tersebut umumnya dipengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi yang sama. Sehingga model ini menggunakan market index sebagai proxy seluruh faktor ekonomi. Metode ini bahkan sampai sekarang juga masih sering digunakan

karena memang sederhana dan mudah untuk digunakan. Misalnya Conroy dan Harris (1999) menggunakan metode *single index market model* dalam penelitiannya mengenai pemecahan saham. *Single index market model* juga dipilih karena menurut pendapat penulis, tingkat pengembalian saham harus selalu diperbandingkan dengan tingkat pengembalian portofolio pasar. Apabila tingkat pengembalian saham lebih rendah dari portofolio pasar, maka lebih baik berinvestasi pada portofolio pasar saja. Sehingga tingkat pengembalian pasar saat ini lebih sah untuk dijadikan pembanding dari pada data *return* saham di masa lalu. Sebagai alasan terakhir pemilihan *single index market model* adalah masih sangat jarang nya peneliti di Indonesia yang menggunakan metode ini. Yang paling sering digunakan adalah market model karena dianggap yang paling canggih. Karena itu penulis berinisiatif untuk menggunakan *single index market model*.

2.7 Efisiensi Pasar

Yang dimaksud dengan efisiensi pasar di sini adalah bagaimana karakteristik operasi dari pasar modal. Efisiensi pasar menurut Fabozzi dan Modigliani (1996) dapat dibedakan menjadi dua, yaitu pasar efisien secara operasional (*operationally/internally efficient market*) dan pasar efisien secara harga (*pricing/externally efficient market*).

Efisiensi Operasional

Dalam pasar modal yang efisien secara operasional, investor dapat memperoleh pelayanan transaksi perdagangan saham semurah mungkin, berkaitan dengan biaya yang terkandung dalam pelayanan tersebut. Sehingga penekanannya adalah pada biaya transaksi, seperti komisi, *fee*, *dealer spread*, dsb.

Efisiensi Harga

Pasar yang efisien secara harga adalah pasar dimana harga pada setiap saat sudah merefleksikan secara penuh semua informasi yang tersedia yang berkaitan dengan penilaian sekuritas. Sehingga semua informasi yang relevan dengan sekuritas dengan cepat direfleksikan pada harga sekuritas tersebut. Jadi efisiensi secara harga penekanannya adalah pada kecepatan menyerap informasi.

Fama kemudian mengklasifikasikan lagi pricing efficiency pasar menjadi tiga bentuk: lemah (*weak efficiency*), agak kuat (*semi-strong efficiency*) dan kuat (*strong efficiency*). Penjelasan dari teori tersebut adalah sebagai berikut:

- Pasar efisien bentuk lemah (*weak efficiency market*) artinya harga sekuritas pada pasar tersebut sudah merefleksikan harga masa lalu dan sejarah perdagangan sekuritas tersebut. Sehingga harga sekuritas sudah merefleksikan informasi masa lalunya.
- Pasar efisien bentuk agak kuat (*semi-strong efficiency market*) artinya harga sekuritas sudah merefleksikan secara penuh semua informasi publik yang tersedia, termasuk di antaranya informasi masa lalu atau informasi pasar ditambah informasi non pasar, misalnya pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat suku bunga, dll.
- Pasar efisien bentuk kuat (*strong efficiency market*) artinya harga sekuritas sudah merefleksikan secara penuh semua informasi yang ada, baik yang tersedia secara publik maupun yang tidak.

Pada pasar yang efisien tidak ada tingkat pengembalian abnormal. Sebab harga saham selalu mengikuti “*random walk*,” di mana harga saham bergerak atau berubah secara acak dan

tidak dapat diprediksi. Semua informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga yang akan datang sudah terrefleksikan pada harga saat ini. Semua informasi tersebut sudah diketahui oleh seluruh pelaku pasar sehingga tidak ada *abnormal return*. *Return* yang diperoleh hanya *return* rata-rata atau normal.

2.8 Penelitian-Penelitian Sebelumnya

Penelitian mengenai dampak *reverse stock split* terhadap *return* saham dan volume perdagangannya belum terlalu banyak dilakukan. Namun di Eropa, Amerika dan Jepang penelitian dengan tema *reverse stock split* sudah sering dilakukan. Berdasarkan penelitian yang empiris sebelumnya, ditemukan inkonsistensi pada efek *reverse stock split* terhadap *return* dan likuiditas perdagangan saham.

Menurut Desai dan Jain (1997) di Amerika Serikat, *reverse stock split* membawa dampak negatif terhadap *return* saham akibat pasar menganggap tindakan *reverse stock split* merupakan sinyal negatif dari manajemen perseroan yang tidak yakin kinerja perusahaannya akan semakin meningkat. Sedangkan berdasarkan penelitian oleh Han (2005) tindakan *reverse stock split* telah terbukti mampu meningkatkan likuiditas saham yang melakukannya. Sementara di Asia, berdasarkan penelitian Iwatani (2005) di bursa Tokyo, tidak terdapat korelasi yang jelas antara tindakan *reverse stock split* dengan harga saham serta likuiditasnya.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

Karya tulis ini bertujuan untuk meneliti dampak pengumuman dilaksanakannya tindakan korporat konsolidasi saham (*reverse stock split*) melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) terhadap tingkat pengembalian saham serta volume perdagangannya di Bursa Efek Jakarta. Sesuai dengan tujuan tersebut, maka penelitian ini akan dibagi menjadi menjadi dua bagian, yaitu penelitian atas dampak tindakan konsolidasi saham terhadap *return* sahamnya dan dampak tindakan konsolidasi saham terhadap volume perdagangannya.

Untuk meneliti dampak konsolidasi saham terhadap *return*-nya, dilakukan 2 pengujian, yaitu:

1. Pengujian untuk mengetahui signifikansi *abnormal return* yang dihasilkan oleh tindakan *reverse stock split* terhadap masing-masing saham untuk memelihat reaksi pasar.
2. Pengujian untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan rata-rata *return* saham antara sebelum dan sesudah tindakan *reverse stock split*.

Sementara untuk meneliti apakah terdapat perubahan volume perdagangan saham antara sebelum dan sesudah tindakan *reverse stock split*, dilakukan pengujian terhadap rata-rata volume perdagangan saham di bursa. Dengan demikian akan dibuktikan secara empiris

apakah memang tindakan *reverse stock split* menghasilkan perubahan volume perdagangan yang cukup signifikan.

3.1 Pemilihan Sampel

Event dalam penelitian ini adalah peristiwa dimana emiten di Bursa Efek Jakarta melakukan *reverse stock split* selama tahun 2003 sampai dengan tahun 2005. Tahun 2003 – 2005 dipilih sebagai sampel penelitian dengan pertimbangan perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta pada tahun-tahun tersebut sudah meningkat apabila dibandingkan sewaktu Indonesia terkena krisis ekonomi yang menyebabkan perdagangan di BEJ turun drastis. Sehingga diharapkan data harga saham individual yang diambil lebih akurat untuk memperkirakan *return* yang wajar dari saham tersebut.

Informasi mengenai perusahaan-perusahaan yang melakukan *reverse stock split* diperoleh dari Bursa Efek Jakarta, yaitu melalui website resmi BEJ (www.jsx.co.id) serta dari sumber penyedia informasi bursa lainnya, yaitu dari IQ Plus. Dari kedua sumber tersebut diperoleh hasil bahwa selama periode 01 Januari 2003 sampai dengan 31 Desember 2005, terdapat 15 kali tindakan *reverse stock split* di Bursa Efek Jakarta.

Selanjutnya sampel-sampel yang sudah terpilih tersebut kemudian diseleksi lagi berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Agar keakuratan dalam menganalisa dan mengukur reaksi pasar terhadap tindakan *reverse stock split* tetap terjaga, maka emiten yang melakukan *corporate action* lain yang bersamaan dengan tindakan *reverse stock split* akan dikeluarkan dari sampel. Hal tersebut perlu dilakukan sebab apabila pada saat yang berdekatan dengan pelaksanaan *reverse stock split* perusahaan emiten ternyata juga melaksanakan *corporate action* lainnya, akan sangat

- sulit untuk memisahkan antara pengaruh dari *reverse stock split* dan pengaruh dari *corporate action* lainnya terhadap return saham.
2. Agar penelitian ini tetap valid, maka saham-saham yang selama periode penelitian sangat jarang diperdagangkan akan dikeluarkan dari sampel penelitian. Hanya saham-saham yang memiliki tingkat likuiditas yang relatif baik yang akan dimasukkan ke dalam sampel penelitian. Agar kriteria pemilihan saham yang likuid tetap obyektif dan sesuai dengan standar yang berlaku di Bursa Efek Jakarta, maka hanya saham-saham yang selama periode estimasi selalu masuk di dalam indeks LQ45 yang akan dipilih menjadi sampel penelitian.
 3. Tindakan *reverse stock split* yang dilakukan oleh emiten yang baru melakukan penawaran saham perdana atau *Initial Public Offering* (IPO) juga dikeluarkan dari sampel. Alasan dikeluarkannya data tersebut karena tidak cukupnya data historis untuk pembentukan model *abnormal return* selama periode estimasi. Sehingga hanya saham-saham yang minimal pada saat diumumkannya pelaksanaan *reverse stock split* melalui RUPSLB sudah diperdagangkan selama 210 hari bursa saja yang dapat dijadikan sampel penelitian.

3.2 Penentuan *Event* dan Periode *Event*

Periode penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah selama 220 Hari Bursa. Penentuan panjangnya periode peristiwa penting untuk dapat menganalisa secara tepat pengaruh pemecahan saham terhadap harga saham. Selanjutnya periode penelitian tersebut dibagi menjadi 2 periode, yaitu periode estimasi (*estimation period*) dan periode peristiwa (*event period*). Periode estimasi adalah selama 200 hari, yaitu dari $t-210$ hingga $t-11$ sebelum tanggal kejadian (*event day*). Sementara yang termasuk periode peristiwa adalah selama $t-10$

sampai dengan $t+10$. Periode dari $t-10$ sampai dengan tanggal kejadian disebut juga sebagai *pre event*, sedangkan periode setelah tanggal kejadian sampai dengan $t+10$ disebut sebagai *post event*.

Sedangkan tanggal atau hari kejadian (*event day*) yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah hari disetujuinya pelaksanaan *reverse stock split* secara resmi melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB). Pada prakteknya, di Bursa Efek Jakarta, pengumuman *reverse stock split* dilakukan dengan beberapa cara antara lain melalui surat kabar, melalui *press release* BEJ, *website* resmi emiten, dan lain-lain. Hingga saat ini masih belum diketahui secara pasti penyebaran informasi dengan cara apa yang lebih menyebabkan pasar bereaksi. Untuk memudahkan analisa, maka hari dilaksanakannya Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) oleh emiten dengan agenda meminta persetujuan pelaksanaan *reverse stock split* akan digunakan sebagai hari kejadian.

3.3 Metode Pengujian

3.3.1 Pengujian Hipotesa I

Pengujian hipotesa I dilakukan untuk menguji apakah peristiwa *reverse stock split* mendapatkan respon dari investor yaitu dengan melihat apakah peristiwa tersebut menghasilkan *abnormal return* yang signifikan secara statistik terhadap masing-masing saham. Cara yang digunakan adalah dengan menguji secara statistik menggunakan t-test *Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) suatu saham setelah dilaksanakannya tindakan *reverse stock split* apakah berbeda dari nol.

Hipotesa statistik yang digunakan adalah:

$H_0 : AR_{it} (t=+1) = 0; H_1 : AR_{it} (t=+1) \neq 0$ dan

$H_0 : CAR_{it} (t=+1) = 0; H_1 : CAR_{it} (t=+1) \neq 0$

Abnormal return saham didefinisikan sebagai selisih antara *actual return* dibandingkan dengan *expected return* dari saham *i* pada hari *t*. Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots (3.1)$$

AR_{it} : *abnormal return* saham *i* pada hari ke-*t*

R_{it} : *actual return* saham *i* pada hari ke-*t*

$E(R_{it})$: *expected return* saham *i* pada hari ke-*t*

Terdapat beberapa cara atau model dalam menghitung *expected return* saham, misalnya *Single Index Market Model*, *Market-Adjusted Model*, *Mean-Adjusted Model*, *Market Model*, dan lain-lain. Penelitian ini akan menggunakan *Single Index Market Model* karena sudah cukup mampu mencerminkan *expected return* yang sesungguhnya.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \dots\dots\dots (3.2)$$

α_i = Bagian dari *return* saham *i* yang tidak dipengaruhi oleh perubahan harga pasar

β_i = Parameter pengukuran perubahan yang diharapkan seandainya terjadi perubahan pada *return* pasar pada hari ke-*t*

R_{mt} = *return* pasar pada hari ke-*t*

Koefisien α dan β didapatkan dari melakukan perhitungan persamaan *regresi time series* antara *return* saham (R_{it}) dengan *return* pasar (R_{mt}). Dari koefisien α dan β tersebut dapat dihitung *expected return* masing-masing saham ($E(R_i)$).

Sedangkan *Cumulative Abnormal Return (CAR)* harian setiap saham selama periode peristiwa adalah:

$$CAR_{in} = \sum_{t=-10}^{t=+10} AR_{it} \dots\dots\dots(3.3)$$

CAR_{in} = *Abnormal return* kumulatif untuk saham i selama satu periode yang panjangnya n

t-10 = Periode pertama dimana AR_{it} diakumulasikan

t+10 = Periode terakhir dimana AR_{it} diakumulasikan

3.3.2 Pengujian Hipotesa II

Pengujian hipotesa II dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* masing-masing saham antara sebelum dan setelah terjadinya peristiwa.

Hipotesa Statistik yang digunakan adalah:

$$H_0 : \overline{AR}_{sebelum} = \overline{AR}_{sesudah}$$

$$H_1 : \overline{AR}_{sebelum} \neq \overline{AR}_{sesudah}$$

Langkah pertama yang dilakukan adalah menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\overline{AR}_{sebelum} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} AR_{sebelum,t}}{n} \dots\dots\dots(3.4)$$

dan

$$\overline{AR}_{sesudah} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} AR_{sesudah,t}}{n} \dots\dots\dots (3.5)$$

n = jumlah saham yang diamati

Langkah selanjutnya adalah menghitung standar deviasi rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa.

$$\sigma_{sebelum} = \sqrt{\frac{\sum_{t=10}^{t=1} (AR - \overline{AR}_{sebelum})^2}{n-1}} \dots\dots\dots (3.6)$$

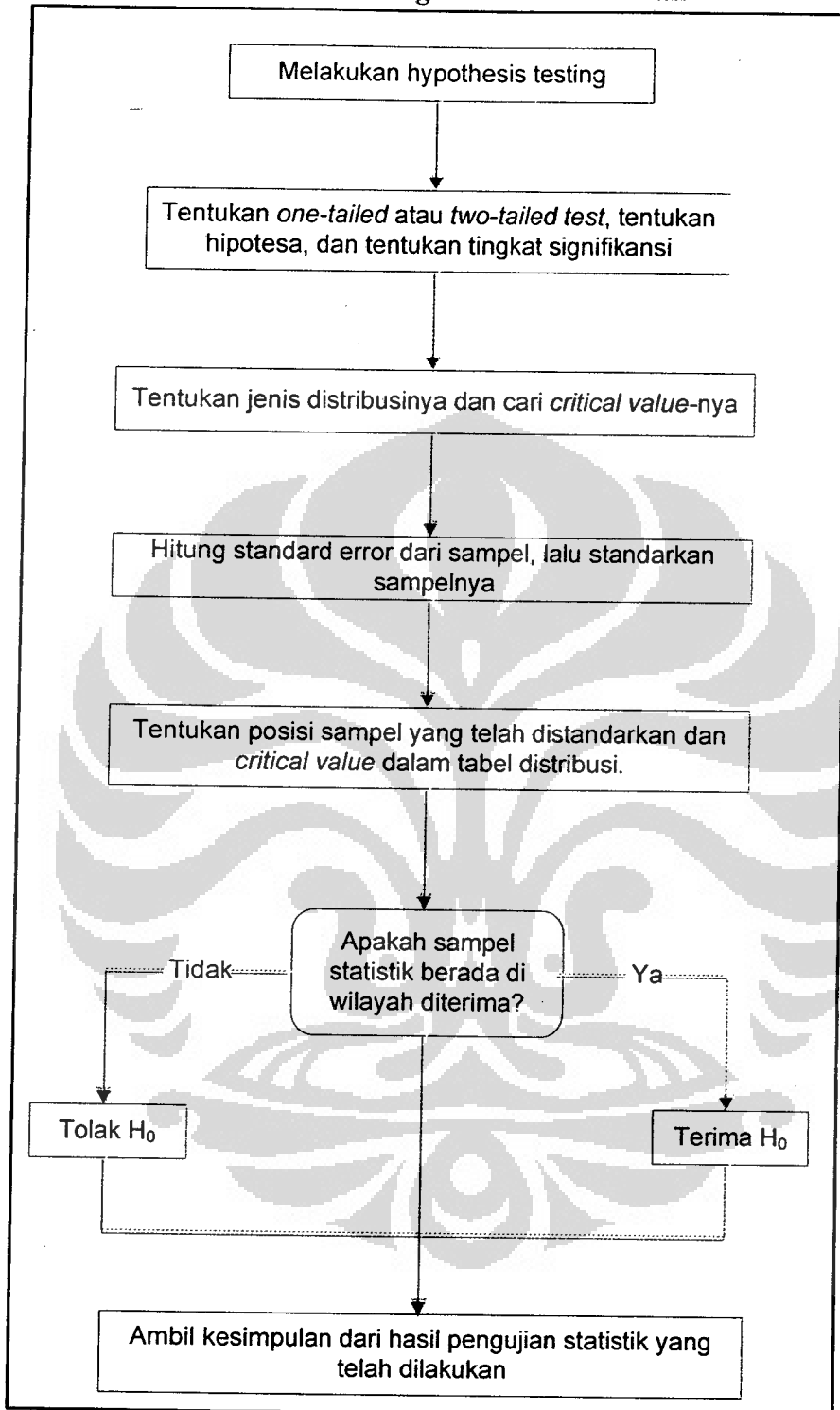
dan

$$\sigma_{sesudah} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (AR - \overline{AR}_{sesudah})^2}{n-1}} \dots\dots\dots (3.7)$$

Langkah terakhir dalam pengujian II adalah menguji statistik t pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$.

$$t = \frac{\overline{AR}_{sesudah} - \overline{AR}_{sebelum}}{\frac{\sigma_{sesudah}^2}{n} + \frac{\sigma_{sebelum}^2}{n}} \dots\dots\dots (3.8)$$

Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian



Sumber: Levin, R.I., Rubin, D.S. *Statistics For Management*. 7th Edition. 1998: 451

3.3.3 Pengujian Hipotesa III

Pengujian hipotesa III dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata volume aktivitas perdagangan antara sebelum dan sesudah peristiwa.

Hipotesa statistik yang digunakan adalah:

$$H_0 : \overline{TVA}_{sebelum} = \overline{TVA}_{sesudah} ;$$

$$H_1 : \overline{TVA}_{sebelum} \neq \overline{TVA}_{sesudah}$$

Langkah pertama yang harus dilakukan adalah menghitung volume aktivitas perdagangan saham i pada periode t terlebih dahulu:

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham } i \text{ ditransaksikan saat } t}{\sum \text{saham } i \text{ beredar saat } t} \dots\dots\dots (3.15)$$

Langkah kedua adalah menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah masing-masing peristiwa:

$$TVA_{sebelum} = \frac{\sum_{t=10}^{t=1} TVA_{sebelum,t}}{10} \dots\dots\dots (3.16)$$

dan

$$TVA_{sesudah} = \frac{\sum_{t=10}^{t=1} TVA_{sesudah,t}}{10} \dots\dots\dots (3.17)$$

Setelah mengetahui rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel, langkah berikutnya adalah menghitung standar deviasi rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\sigma_{sebelum} = \sqrt{\frac{\sum_{t=i_0}^{t=i_1} (TVA - \overline{TVA}_{sebelum})^2}{n-1}} \dots\dots\dots(3.18)$$

dan

$$\sigma_{sesudah} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-i_1}^{t=-i_0} (TVA - \overline{TVA}_{sesudah})^2}{n-1}} \dots\dots\dots(3.19)$$

Sedangkan langkah terakhir adalah menghitung uji statistik t ($\alpha = 0,05$):

$$t = \frac{\overline{TVA}_{sesudah} - \overline{TVA}_{sebelum}}{\sqrt{\frac{\sigma_{sesudah}^2}{n} + \frac{\sigma_{sebelum}^2}{n}}} \dots\dots\dots(3.20)$$

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengolahan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *return* saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ45. Agar hasil penelitian lebih valid, 15 saham yang tercatat melakukan *reverse stock split* selama periode 2003-2005 harus masuk dalam indeks LQ45 selama 200 hari bursa menjelang tanggal peristiwa. 15 emiten yang melakukan *reverse stock split* selama periode 2003-2005 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1 Daftar Emiten yang Melakukan *Reverse Stock Split* periode 2003-2005

No.	Perusahaan	Kode	Tgl RUPS	Ratio
1	PT. Bank Danamon Indonesia Tbk	BDMN	2 January 2003	5 : 1
2	PT. Simas Multiartha Tbk	SMMA	20 January 2003	10 : 1
3	PT. Bakrie Finance Corporation Tbk	MTFN	20 February 2003	100 : 1
4	PT. Suba Indah Tbk	SUBA	16 September 2003	8 : 1
5	PT. Bank Negara Indonesia Tbk	BBNI	17 November 2003	15 : 1
6	PT. Palm Asia Corpora Tbk	PLAS	1 March 2004	10 : 1
7	PT. Bank Niaga Tbk	BNGA	25 March 2004	10 : 1
8	PT. Bank Permata Tbk	BNLI	13 April 2004	25 : 1
9	PT. Sierad Produce Tbk	SIPD	25 September 2004	10 : 1
10	PT. Lippo E-Net Tbk	LPLI	29 December 2004	10 : 1
11	PT. Inti Indah Karya Plasindo Tbk	IIKP	30 December 2004	5 : 1
12	PT. Bakrie & Brothers Tbk	BNBR	23 February 2005	5 : 1
13	PT. Artha Pacific Internasional Tbk	APIC	28 February 2005	20 : 1
14	PT. United Capital Indonesia Tbk	UNIT	30 April 2005	10 : 1
15	PT. Indoexchange Tbk	INDX	25 July 2005	10 : 1

Sumber: BEJ, data diolah

Dari 15 saham tersebut terpilih hanya 2 saham yang selalu masuk dalam indeks LQ45 selama 200 hari periode estimasi, yaitu:

Tabel 4.2 Saham yang Masuk Indeks LQ45 Selama Periode Estimasi

No.	Nama Perusahaan	Kode
1	PT. Bank Negara Indonesia Tbk	BBNI
2	PT. Bakrie & Brothers Tbk	BNBR

Sumber: BEJ dan Bloomberg

4.2 Statistik Deskriptif

Melalui tabel 4.3 di bawah ini, disajikan statistik deskriptif untuk *return* portofolio saham yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini selama periode penelitian.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Return Portofolio Selama Periode Penelitian

Keterangan	Return Portofolio
Rata-rata	0.001447
Standar Deviasi	0.038305
Maksimum	0.073554
Minimum	-0.057201

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel di atas, dapat dilihat bahwa *return* portofolio selama periode penelitian pelaksanaan *reverse stock split* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,001447 dan standar deviasi sebesar 0,038305.

Selama periode penelitian juga diketahui bahwa nilai tertinggi atau maksimum dari *Average Abnormal Return* adalah sebesar 0,073554 yang terjadi pada hari t-7. Sedangkan nilai *Average*

Abnormal Return terkecil atau minimum adalah sebesar 0,057201 yang terjadi pada hari ke $t+4$.

4.3 Analisis *Abnormal Return* Saham Individual

Analisis *Abnormal Return* Saham Individual dilakukan dengan melakukan perhitungan secara empiris dengan metode *event study* terhadap *Abnormal Return* harian saham yang terjadi selama periode peristiwa untuk saham-saham yang melakukan *reverse stock split* pada periode 2003 – 2005 dan memenuhi kriteria yang sudah ditetapkan sebelumnya. Kemudian *Abnormal Return* masing-masing saham tersebut diuji tingkat signifikansi datanya dengan menggunakan *t-statistics*. Sehingga dapat diketahui apakah reaksi *return* saham terhadap tindakan *reverse stock split* signifikan secara statistik.

Apabila berdasarkan pengujian *t-statistics* ternyata reaksi *return* saham signifikan maka kita dapat menerima *alternative hypothesis* (H_1). Sedangkan apabila berdasarkan pengujian *t-statistics* ternyata reaksi saham tidak signifikan, artinya *null hypothesis* (H_0) yang diterima. Hasil pengolahan data dapat dilihat pada tabel 4.4. Sementara pada gambar 4.1 disajikan hasil pengolahan data dalam bentuk grafik untuk lebih menjelaskan pergerakan *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* selama periode kejadian. Untuk mempermudah analisa, reaksi pasar tersebut dibagi menjadi dua periode, yaitu sebelum (*lag*) dan sesudah (*lead*) dilaksanakannya *reverse stock split* selama masing-masing 10 hari.

Analisis saham individual sebenarnya mirip dengan analisis agregat, namun sekarang yang dianalisa adalah per saham saja. Analisis saham individual dilakukan untuk mengetahui

pergerakan harga saham dengan lebih terperinci sesuai dengan karakteristik saham tersebut masing-masing sesuai dengan industrinya serta kondisi perusahaan itu sendiri.

Seperti halnya pada analisa agregat, analisa saham individual dilakukan dengan menggunakan tabel dan gambar yang diperoleh dari pengolahan data berdasarkan metodologi *event study*, dengan melihat pola *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* saham tersebut.

Hipotesa statistik yang digunakan adalah:

$$H_0 : AR_{it} (t=+1) = 0; H_1 : AR_{it} (t=+1) \neq 0 \text{ dan}$$

$$H_0 : CAR_{it} (t=+1) = 0; H_1 : CAR_{it} (t=+1) \neq 0$$

4.3.1 Analisis *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* Saham BBNI

Tabel 4.4 memperlihatkan hasil perhitungan *Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) BBNI beserta nilai uji statistik untuk setiap hari selama periode peristiwa.

Berdasarkan hasil pengujian signifikansi seperti yang disajikan pada tabel 4.8 di bawah, dapat dinyatakan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, tidak ada reaksi pasar yang signifikan terhadap tindakan *reverse stock split* yang dilakukan oleh saham BBNI. Dengan demikian berarti *null hypothesis* (H_0) diterima dan *alternative hypothesis* (H_1) ditolak atau dengan kata lain tidak ada *Abnormal Return* (AR) yang signifikan pada saham BBNI pada masa-masa disekitar peristiwa pengumuman pelaksanaan *reverse stock split* melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa.

Tabel 4.4 Hasil Perhitungan AR dan CAR Saham BBNI

Hari	AR _t	CAR _t	SAR _t	Signifikansi	SCAR _t
t-10	-0.027001	-0.027001	-0.020529	TS	-0.020529
t-9	0.124979	0.097978	0.100882	TS	0.080354
t-8	-0.059463	0.038515	-0.048053	TS	0.032301
t-7	0.007480	0.045994	0.006520	TS	0.038821
t-6	0.013756	0.059750	0.011228	TS	0.050048
t-5	-0.071862	-0.012112	-0.057589	TS	-0.007540
t-4	0.053894	0.041783	0.047392	TS	0.039851
t-3	-0.048560	-0.006778	-0.043825	TS	-0.003973
t-2	0.012272	0.005494	0.010204	TS	0.006231
t-1	-0.037215	-0.031720	-0.031591	TS	-0.025361
t-0	-0.043237	-0.074958	-0.037891	TS	-0.063252
t+1	-0.047000	-0.121957	-0.041502	TS	-0.104754
t+2	0.065130	-0.056827	0.055746	TS	-0.049008
t+3	0.045741	-0.011086	0.040835	TS	-0.008173
t+4	0.027397	0.016311	0.020523	TS	0.012350
t+5	-0.073077	-0.056766	-0.051857	TS	-0.039507
t+6	0.043639	-0.013127	0.039046	TS	-0.000461
t+7	-0.066839	-0.079966	-0.052921	TS	-0.053382
t+8	0.006817	-0.073149	0.005972	TS	-0.047410
t+9	0.007628	-0.065522	0.006641	TS	-0.040769
t+10	-0.018255	-0.083776	-0.014658	TS	-0.055427

Sumber: Data diolah

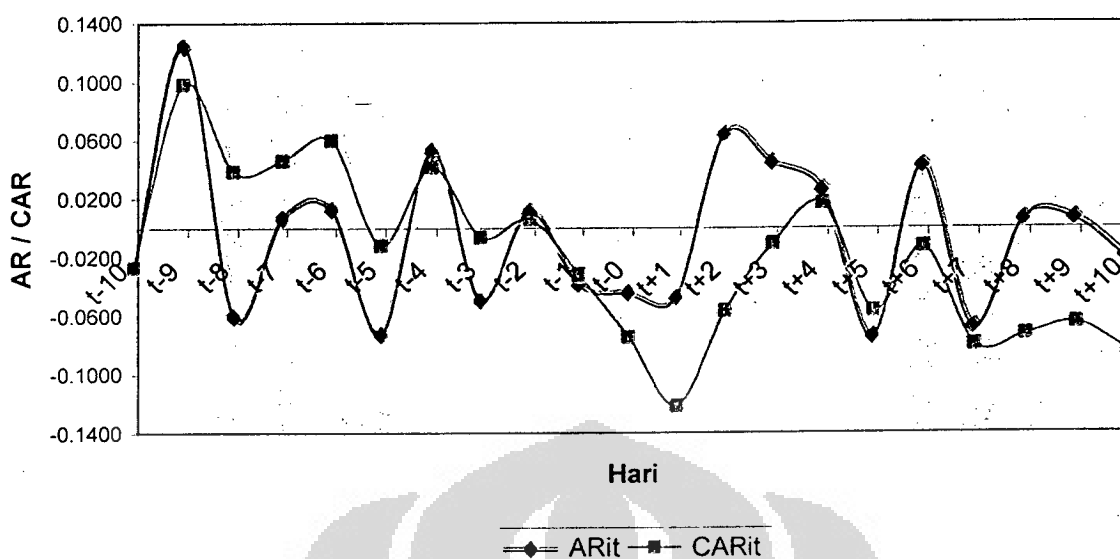
Keterangan:

$\alpha = 5\%$, critical value $t = 2,086$

Degree of freedom (df) = 20, two-tailed test; TS: Tidak Signifikan

Tidak signifikannya *Abnormal Return* saham BBNI menurut pengamatan penulis diakibatkan oleh kondisi fundamental perusahaan BBNI yang sedang berada pada situasi yang buruk. Pada saat pelaksanaan RUPSLB bulan Februari 2003, BBNI sedang terkena skandal besar, yaitu skandal kredit *Letter of Credit* (L/C) fiktif sebesar Rp1,7 triliun.

Gambar 4.1 Pergerakan AR & CAR Saham BBNI



Sumber: data diolah

Berdasarkan gambar 4.3 di atas, dapat dilihat bahwa sudah terdapat pergerakan CAR yang dimulai sejak t-9, dimana CAR cenderung bergerak di teritori positif. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar sudah mengantisipasi akan dilakukannya *reverse stock split*. Pasar sudah mengantisipasi terjadinya *reverse stock split* karena biasanya jauh-jauh hari sebelum pelaksanaan *corporate action*, berita dan rumor mengenai peristiwa tersebut sudah tersebar dahulu atau terjadi kebocoran informasi (*information leakage*). Namun kebocoran informasi tersebut tidak menyebabkan terjadinya reaksi yang berlebihan bila dilihat dari angka signifikansi yang kecil.

Pergerakan CAR tersebut kemudian terus mencatat penurunan mendekati tanggal pelaksanaan *reverse stock split*. Penurunan tersebut puncaknya terjadi pada t+1 dimana nilai CAR turun hingga mencapai -0,122. CAR tersebut kemudian bergerak bervariasi naik dan

turun dengan kecenderungan menurun sampai pada akhirnya pada t+10 CAAR tercatat sebesar -0,084.

4.3.2 Analisis *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* Saham BNR

Tabel 4.5 memperlihatkan hasil perhitungan *Abnormal Return* (AR) dan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) BNR beserta nilai uji statistik untuk setiap hari selama periode peristiwa.

Tabel 4.5 Hasil Perhitungan AR dan CAR Saham BNR

Hari	AR _{it}	CAR _{it}	SAR _{it}	Signifikansi	SCAR _{it}
t-10	0.007951	0.007951	0.007263	TS	0.007263
t-9	0.006320	0.014271	0.005824	TS	0.013087
t-8	-0.007559	0.006712	-0.006931	TS	0.006157
t-7	0.139628	0.146340	0.130226	TS	0.136383
t-6	-0.014343	0.131997	-0.012452	TS	0.123931
t-5	-0.004439	0.127558	-0.004126	TS	0.119805
t-4	-0.007503	0.120055	-0.006882	TS	0.112923
t-3	-0.007396	0.112659	-0.006788	TS	0.106136
t-2	-0.124737	-0.012077	-0.116750	TS	-0.010614
t-1	-0.004194	-0.016272	-0.003902	TS	-0.014516
t-0	0.141543	0.125272	0.132419	TS	0.117902
t+1	0.002285	0.127556	0.002134	TS	0.120036
t+2	0.018498	0.146055	0.015220	TS	0.135256
t+3	0.010336	0.156391	0.009288	TS	0.144544
t+4	-0.141799	0.014592	-0.119688	TS	0.024856
t+5	0.154016	0.168608	0.137474	TS	0.162330
t+6	-0.009576	0.159032	-0.008670	TS	0.153660
t+7	-0.006289	0.152743	-0.005804	TS	0.147856
t+8	-0.000639	0.152104	-0.000598	TS	0.147258
t+9	-0.006670	0.145434	-0.006145	TS	0.141114
t+10	-0.000898	0.144536	-0.000841	TS	0.140273

Sumber: Data diolah

Keterangan:

$\alpha = 5\%$, critical value $t = 2,086$

Degree of freedom (df) = 20, two-tailed test

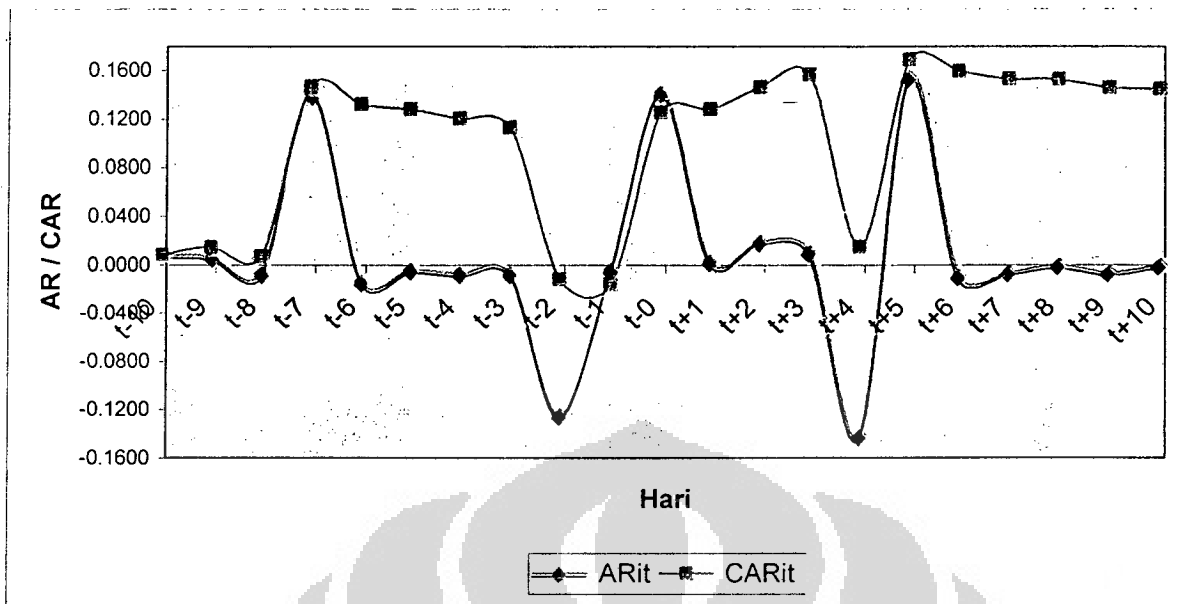
TS: Tidak Signifikan

Berdasarkan hasil pengujian signifikansi seperti yang disajikan pada tabel 4.9 di atas, dapat dinyatakan bahwa dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, tidak ada reaksi pasar yang signifikan terhadap tindakan *reverse stock split* yang dilakukan oleh saham BNBR. Dengan demikian berarti *null hypothesis* (H_0) diterima dan *alternative hypothesis* (H_1) ditolak atau dengan kata lain tidak ada *Abnormal Return* (AR) yang signifikan pada saham BNBR pada masa-masa disekitar peristiwa *reverse stock split*.

Tidak signifikannya *Abnormal Return* pada saham BNBR menurut penulis berhubungan dengan kondisi fundamental perusahaan saat itu. Seperti yang telah diketahui, kondisi fundamental perusahaan BNBR saat itu sedang dalam situasi yang buruk. Akibat krisis ekonomi yang berkepanjangan, BNBR mengalami gagal bayar hutang perusahaan sebesar US\$1.089 miliar. Hutang tersebut kemudian berhasil direstrukturisasi oleh BNBR baru pada tahun 2000. Namun sebagai akibatnya BNBR mengalami defisit modal yang sangat besar, pada bulan Desember 2004 defisit modal BNBR tercatat sebesar Rp2.608 miliar.

Prospek bisnis BNBR saat itu juga kurang menggembirakan. Indonesia secara keseluruhan masih terkena dampak krisis ekonomi, sehingga sektor riil saat itu seperti mengalami mati suri. Tingkat suku bunga yang masih tinggi dan perbankan yang masih terlalu berhati-hati dalam menyalurkan kredit membuat sektor riil mengalami kemandekan. Pembangunan infrastruktur di Indonesia dapat dikatakan berjalan ditempat. Proyek-proyek infrastruktur skala besar hampir tidak ada. Padahal salah satu motor utama penggerak bisnis Bakrie & Brothers adalah divisi infrastrukturnya. Divisi Infrastruktur menyumbangkan 77% dari total penjualan BNBR selama tahun 2004. Sedangkan sisanya sebesar 23% disumbangkan oleh divisi telekomunikasi. Kondisi fundamental yang kurang baik tersebut menyebabkan saham BNBR setelah mengalami *reverse stock split* kurang diminati investor.

Gambar 4.2 Pergerakan AR & CAR Saham BNBR



Sumber: data diolah

Berdasarkan gambar 4.2 di atas, dapat dilihat bahwa pada awalnya tidak terjadi *abnormal return* dalam jumlah yang signifikan dan baru mulai terdapat pergerakan CAR pada t-7, dimana CAR cenderung bergerak di teritori positif. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar sudah mengantisipasi akan dilakukannya *reverse stock split* akibat *leakage of information*.

Pergerakan CAR tersebut kemudian mencatat penurunan mendekati tanggal pelaksanaan *reverse stock split*. Penurunan tersebut mulai terjadi pada t-2 dimana nilai CAR turun mencapai -0,012, kemudian berlanjut ke t-2 kembali tercatat turun ke level -0,016. CAR tersebut kemudian bergerak bervariasi naik dan turun namun terus berada pada teritori positif sampai pada akhirnya pada t+10 CAAR tercatat sebesar 0,145. Artinya pada kasus saham BNBR, pelaksanaan *reverse stock split* memang menghasilkan *abnormal return*, namun secara statistik hasilnya tidak signifikan.

4.4 Pengujian Hipotesa II

Pengujian hipotesa II dilakukan untuk menguji apakah terdapat perbedaan *abnormal return* masing-masing saham antara sebelum dengan sesudah peristiwa diumumkannya pelaksanaan *reverse stock split* melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB). Pengujian hipotesa ini dilakukan terhadap tingkat pengembalian abnormal portofolio saham yang terdiri dari dua saham, yaitu saham PT. Bank Negara Indonesia Tbk (BBNI) dan saham PT. Bakrie & Brothers (BNBR).

Fokus dalam pengujian hipotesa II ini adalah seberapa besar perbedaan *abnormal return* setiap saham antara sebelum dan sesudah peristiwa. Langkah pertama yang dilakukan adalah menghitung rata-rata *abnormal return* dari 2 saham yang menjadi sampel penelitian. Periode penelitian (*event period*) adalah selama 20 hari, yaitu 10 hari sebelum *event date* dan 10 hari setelah *event date*.

Hipotesa Statistik yang digunakan adalah:

$$H_0 : AR_{sebelum} = AR_{sesudah}$$

$$H_1 : \overline{AR}_{sebelum} \neq \overline{AR}_{sesudah}$$

Hasil uji t untuk rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *event date* disajikan pada tabel 4.6 di bawah.

Tabel 4.6 Data AR Sebelum dan Sesudah Peristiwa Diumumkannya *Reverse Stock Split* Melalui RUPSLB

Hari	AR Sebelum	Hari	AR Sesudah
t-10	-0.009525	t+1	-0.022357
t-9	0.065649	t+2	0.041814
t-8	-0.033511	t+3	0.028039
t-7	0.073554	t+4	-0.057201
t-6	-0.000293	t+5	0.040470
t-5	-0.038150	t+6	0.017032
t-4	0.023196	t+7	-0.036564
t-3	-0.027978	t+8	0.003089
t-2	-0.056232	t+9	0.000479
t-1	-0.020705	t+10	-0.009576

Sumber: data diolah

Langkah selanjutnya adalah menghitung t statistik dari data *Abnormal Return* sebelum dan sesudah untuk selanjutnya diuji signifikansinya. Hasil perhitungan statistiknya disajikan pada tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7 Perhitungan Statistik AR Sebelum dan AR Sesudah Peristiwa Diumumkannya *Reverse Stock Split* Melalui RUPSLB

	AR Sebelum	AR Sesudah
Mean	-0.023996	0.005223
Variance	0.017243	0.009670
Observations	10	10
Df	9	9
t Statistik	0.217134	
t Tabel ($\alpha = 5\%$)	2.262	

Sumber: data diolah

Hasil uji statistik pada Tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai t-statistik, yaitu 0,217134, masih berada pada kisaran $\pm 2,262$ sehingga artinya hipotesa nol diterima. Dengan kata lain, berarti rata-rata *abnormal return* saham BBNI dan BNBK antara sebelum peristiwa *reverse stock split* adalah sama dengan sesudah peristiwa tersebut.

Hasil pengujian statistik tersebut juga membuktikan bahwa seorang investor tidak dapat memperoleh tingkat pengembalian abnormal apabila memiliki saham BBNI dan BNBR selama sekitar pengumuman pelaksanaan *reverse stock split*. Salah satu faktor yang kemungkinan menyebabkan terjadinya hal tersebut adalah sudah menyebarnya informasi mengenai *corporate action* yang akan dilakukan jauh hari sebelum pelaksanaannya.

Terjadinya *information asymmetry* dan *information leakage* seperti itu sudah sangat lumrah di Bursa Efek Jakarta. Berdasarkan fakta yang ada, sangat sulit untuk menjaga kerahasiaan pelaksanaan suatu *corporate action*. Umumnya pasar sudah mengetahui terlebih dahulu informasi mengenai *corporate action* yang berasal dari berbagai sumber. Sehingga harga saham yang akan mengalami *reverse stock split* sudah mengalami penyesuaian jauh hari sebelum pelaksanaan *corporate action* yang mengakibatkan tidak adanya *abnormal return* pada saham tersebut beberapa hari menjelang serta beberapa hari sesudah *corporate action*.

Faktor lain yang mungkin menjadi penyebab tidak adanya *abnormal return* yang signifikan adalah pasar menganggap peristiwa *reverse stock split* adalah *corporate action* yang hanya bersifat kosmetis saja sehingga tidak memiliki dampak terhadap kinerja fundamental perusahaan. Karena tidak memiliki dampak terhadap kinerja perusahaan, maka pasar juga tidak berekspektasi harga saham yang akan mengalami *reverse stock split* akan mengalami apresiasi yang signifikan.

4.5 Pengujian Hipotesis III

Pengujian hipotesa III dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity/TVA*) antara sebelum dan sesudah peristiwa *reverse stock split*.

Penghitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan jumlah keseluruhan saham yang beredar perusahaan tertentu dalam periode yang sama.

Hipotesa statistik yang digunakan adalah:

$$H_0 : \overline{TVA}_{sebelum} = \overline{TVA}_{sesudah} ;$$

$$H_1 : \overline{TVA}_{sebelum} \neq \overline{TVA}_{sesudah}$$

Pada tabel 4.8 di bawah ini disajikan data *trading volume activity* (TVA) untuk portofolio saham BBNI dan BNBR di sekitar hari pengumuman pelaksanaan *reverse stock split*.

Tabel 4.8 TVA Sebelum dan TVA Sesudah Peristiwa Diumukannya *Reverse Stock Split* Melalui RUPSLB

Hari	TVA Sebelum	Hari	TVA Sesudah
t-10	0.000012	t+1	0.000103
t-9	0.003968	t+2	0.000107
t-8	0.000044	t+3	0.003502
t-7	0.000402	t+4	0.000083
t-6	0.000028	t+5	0.000088
t-5	0.000009	t+6	0.000112
t-4	0.002709	t+7	0.000016
t-3	0.000026	t+8	0.000009
t-2	0.000244	t+9	0.000007
t-1	0.000011	t+10	0.000030

Sumber: data diolah

Hasil perhitungan statistik untuk TVA sebelum dan TVA sesudah dapat dilihat di tabel 4.9 di bawah ini:

Tabel 4.9 Perhitungan Statistik TVA Sebelum dan Sesudah Peristiwa Diumumkannya Reverse Stock Split Melalui RUPSLB

	TVA Sebelum	TVA Sesudah
Mean	0.000745	0.000406
Variance	0.000018	0.000011
Observations	10	10
Df	9	9
t Statistik	-23.900162	
t Tabel ($\alpha = 5\%$)	2.262	

Sumber: data diolah

Berdasarkan tabel 4.9 di atas, terlihat bahwa nilai t-statistik yang dihitung, yaitu sebesar -23,9, berada diluar kisaran $\pm 2,262$. Dengan demikian H_0 (*null hypothesis*) ditolak dan H_1 (*alternative hypothesis*) diterima. Artinya berdasarkan pengujian hipotesa yang dilakukan, dapat diambil kesimpulan dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, bahwa terdapat perbedaan rata-rata *Trading Volume Activity* perdagangan saham antara sebelum dan sesudah peristiwa *reverse stock split*. Bahkan nilai t-statistik tersebut masih tetap signifikan dengan menggunakan tingkat keyakinan sebesar 99% ($t = 3,25$).

Berdasarkan tabel di atas, juga dapat diamati bahwa terdapat penurunan rata-rata aktivitas volume perdagangan (TVA) saham pada periode sesudah peristiwa jika dibandingkan dengan sebelum peristiwa.

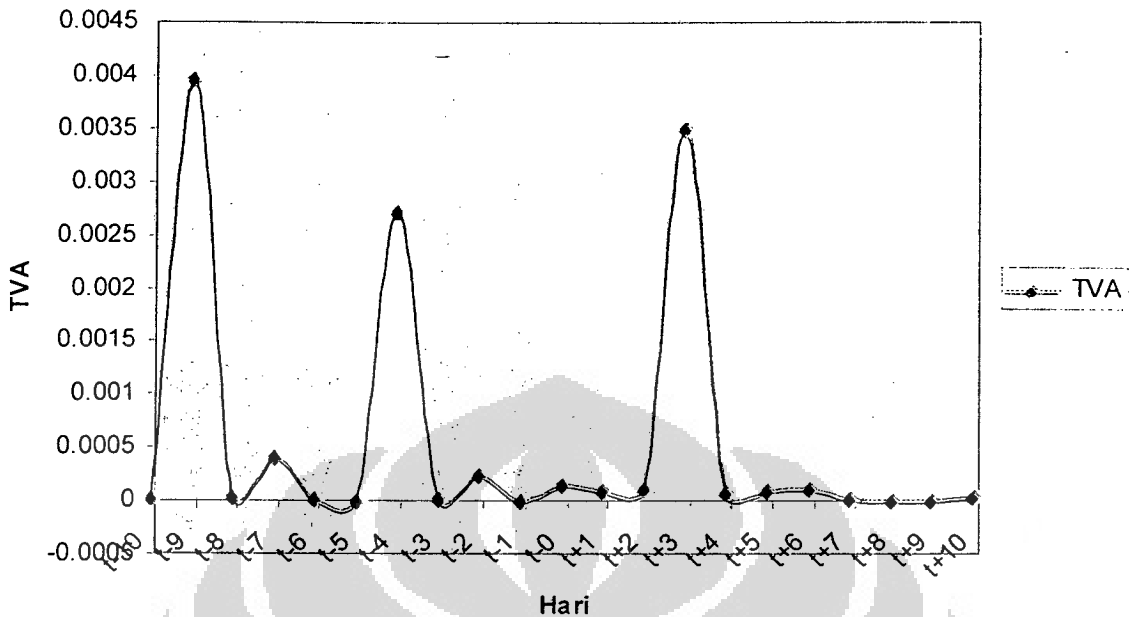
Penurunan aktivitas volume perdagangan ini memiliki dua kemungkinan penyebab. Kemungkinan yang pertama, penurunan aktivitas volume perdagangan diakibatkan oleh berkurangnya penawaran (*supply*) saham tersebut di pasar. Penawaran suatu saham di pasar dapat berkurang juga disebabkan oleh beberapa kemungkinan. Pertama, para pemegang saham

yakin dengan prospek usaha si emiten sehingga memperkirakan akan memperoleh tingkat pengembalian yang besar atau abnormal dengan terus menahan sahamnya. Kedua, jumlah saham yang beredar di publik relatif kecil persentasenya sehingga saham emiten tersebut hanya dikuasai oleh segelintir orang dan kurang aktif diperdagangkan atau likuiditasnya rendah.

Kemungkinan kedua penyebab penurunan aktivitas volume perdagangan saham di pasar adalah berkurangnya permintaan (*demand*) terhadap saham tersebut di pasar. Berkurangnya permintaan suatu saham di pasar dapat dikategorikan tidak menguntungkan bagi emiten sebab akan mengurangi likuiditas dan membuat suatu saham menjadi tidak menarik untuk diakumulasi. Berkaitan dengan peristiwa *reverse stock split*, penurunan permintaan terhadap saham yang baru saja melakukan *reverse stock split* dapat diakibatkan karena harga saham setelah dikonsolidasi menjadi kurang menarik. Hal ini sesuai dengan teori *trading range*, yang menyatakan bahwa investor menyukai saham-saham yang berada dalam kisaran harga tertentu. Selain itu, penurunan aktivitas volume perdagangan saham di pasar juga dapat diakibatkan oleh kondisi fundamental perusahaan tersebut juga menurun. Sehingga minat investor terhadap saham perusahaan tersebut juga berkurang.

Pergerakan *trading volume activity* selama periode peristiwa *reverse stock split* dapat dilihat pada gambar 4.3 di bawah ini:

Gambar 4.3 Pergerakan TVA Di Sekitar Peristiwa Diumumkannya *Reverse Stock Split* Melalui RUPSLB 2003 - 2005

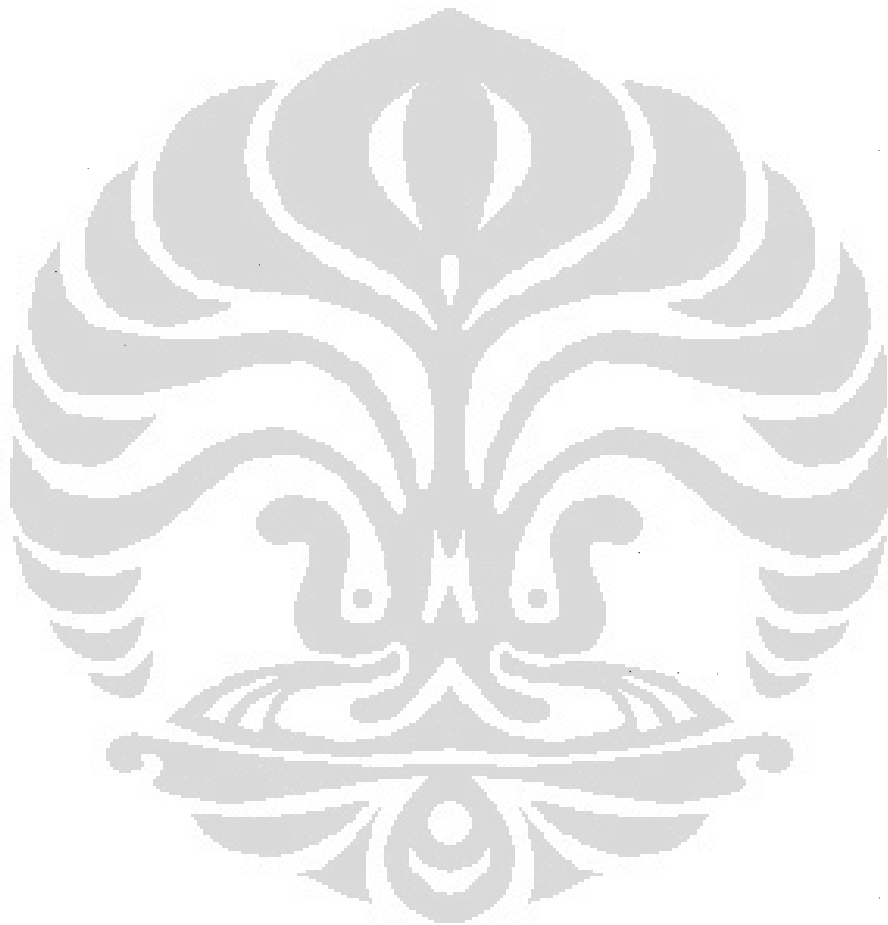


Sumber: data diolah

Dari gambar 4.3 di atas terlihat bahwa volume perdagangan saham yang melaksanakan *reverse stock split* terjadi sebelum dilaksanakannya *reverse stock split* itu sendiri. Pada t-9 volume perdagangan saham mengalami lonjakan yang signifikan dengan nilai TVA sebesar 0,004. Pada t-4 juga kembali terjadi lonjakan volume perdagangan dengan nilai TVA sebesar 0,0027. Sedangkan sesudah dilaksanakannya *reverse stock split* volume perdagangan hanya mengalami lonjakan yang signifikan pada t+3 dengan nilai TVA sebesar 0,0035. Dengan demikian dapat diambil kesimpulan tindakan *reverse stock split* dianggap sebagai informasi yang negatif oleh pasar sehingga membuat volume perdagangan sahamnya di bursa mengalami penurunan.

Penulis menyimpulkan terjadinya hal ini karena kedua saham yang melakukan *reverse stock split* saat itu sedang pada masa yang kurang baik. Kinerja fundamental kedua saham

tersebut, BBNI dan BNBR, saat itu sedang terpuruk. BBNI mengalami penurunan kinerja akibat skandal Letter of Credit fiktif yang merugikan perseroan sebesar Rp. 1,7 triliun. Sedangkan BNBR saat melaksanakan *reverse stock split* sedang berusaha untuk merestrukturisasi hutangnya karena mengalami kesulitan likuiditas disamping kinerja perseroan selama tahun buku 2003 juga kurang menggembirakan. Semua faktor tersebut membuat tindakan *reverse stock split* dianggap sebagai berita negatif karena hanya membuat harga saham perseroan di pasar semakin mahal.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Reverse stock split atau konsolidasi saham merupakan suatu *corporate action* yang dapat mempengaruhi kinerja saham suatu perusahaan. Dengan melakukan *reverse stock split* emiten berharap agar harga sahamnya di pasar tidak terlalu murah secara nominal. Dengan harga saham yang tidak terlampau murah, diharapkan semakin banyak investor yang tertarik dengan saham tersebut sehingga likuiditasnya juga akan meningkat. Apalagi di Bursa Efek Jakarta sendiri saat ini berlaku ketentuan harga saham minimum sebesar Rp. 25 per lembar. Bahkan rencananya mulai akhir bulan Juni 2007 ketentuan harga minimum saham di BEJ akan dinaikkan menjadi Rp. 50 per lembar. Sehingga saham-saham yang harganya dibawah Rp. 50 terancam sanksi dari BEJ atau bahkan dapat di-*delisting* dari BEJ. Penulis memperkirakan tahun 2007 dan 2008 akan lebih banyak emiten yang melakukan tindakan *reverse stock split*. Penelitian ini dilakukan untuk memahami dengan lebih mendalam tindakan *reverse stock split* dan dampaknya terhadap kinerja sahamnya di Bursa Efek Jakarta.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, ada beberapa kesimpulan yang dapat diperoleh:

1. Selama periode kejadian peristiwa diumumkankannya *reverse stock split* melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa tahun 2003-2005 di Bursa Efek Jakarta, baik untuk saham BBNI maupun saham BNBR, tidak ditemukan adanya *abnormal return*

yang signifikan bagi pemegang saham kedua saham yang mengalami *reverse stock split* tersebut.

2. Tidak adanya *abnormal return* yang signifikan tersebut memiliki tiga faktor yang menjadi penyebabnya. Pertama, pasar melihat tindakan *reverse stock split* hanya merupakan suatu tindakan yang bersifat kosmetis semata dan sama sekali tidak memiliki dampak terhadap kinerja fundamental perusahaan. Kedua, Pasar menganggap tindakan perusahaan melakukan *reverse stock split* merupakan sinyal negatif kinerja perusahaan di masa depan. Ketiga, *reverse stock split* dilakukan saat kinerja emitennya sedang menurun.
3. Sementara untuk perbandingan antara *abnormal return* sebelum dengan *abnormal return* sesudah peristiwa diumumkannya *reverse stock split* melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa, berdasarkan pengujian statistik, dapat disimpulkan tidak ada perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah *reverse stock split*.
4. Hasil uji terhadap rata-rata TVA sebelum dan TVA sesudah peristiwa diumumkannya *reverse stock split* melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa memperlihatkan bahwa justru terjadi perbedaan rata-rata total volume aktivitas perdagangan antara sebelum dengan sesudah peristiwa tersebut. Dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa terjadi penurunan rata-rata total volume aktivitas saham setelah pelaksanaan *reverse stock split*. Terjadi peningkatan TVA secara signifikan pada t-9 dan t-4 sebelum diumumkannya pelaksanaan *reverse stock split* secara resmi. Sedangkan sesudah pengumuman pelaksanaan *reverse stock split* hanya terjadi lonjakan TVA yang signifikan pada t+3 saja.

5. Penurunan rata-rata total volume aktivitas saham setelah diumumkannya pelaksanaan *reverse stock split* melalui RUPSLB tersebut dapat disebabkan oleh dua faktor.
- a. Pertama, berkurangnya penawaran (*supply*) saham tersebut di pasar. Selanjutnya berkurangnya penawaran saham juga dapat diakibatkan oleh dua hal, yaitu para pemegang saham yakin dengan prospek usaha si emiten sehingga memperkirakan akan memperoleh tingkat pengembalian yang besar atau abnormal sehingga terus menahan sahamnya dan jumlah saham yang beredar di publik relatif kecil persentasenya sehingga saham emiten tersebut hanya dikuasai oleh segelintir orang.
 - b. Kedua, berkurangnya permintaan (*demand*) terhadap saham tersebut di pasar. Berkaitan dengan peristiwa *reverse stock split*, penurunan permintaan dapat diakibatkan karena harga saham setelah dikonsolidasi menjadi kurang menarik. Hal ini sesuai dengan teori *trading range*, yang menyatakan bahwa investor menyukai saham-saham yang berada dalam kisaran harga tertentu. Selain itu, penurunan aktivitas volume perdagangan saham di pasar juga dapat diakibatkan oleh kondisi fundamental perusahaan tersebut juga menurun.

5.2 Kelemahan Penelitian

Penulis menyadari penelitian yang ini masih jauh dari sempurna dan masih terdapat beberapa kelemahan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Terlalu sedikitnya jumlah sampel penelitian. Dalam penelitian ini yang terpilih menjadi sampel akhir hanya dua saham saja, yaitu BBNI dan BNBR. Hal ini disebabkan memang *corporate action* berupa *reverse stock split* masih sangat jarang dilakukan di

Indonesia. Selama kurun waktu 2003-2005 tercatat hanya 15 emiten yang melakukan konsolidasi saham di Bursa Efek Jakarta. Sebagian besar dari emiten tersebut bukanlah saham yang aktif diperdagangkan di BEJ dan kurang likuid, sehingga hasil penelitiannya akan menjadi kurang akurat bila saham-saham tersebut dijadikan sampel penelitian. Akibatnya hasil pengujian statistik akan menjadi kurang baik. Sehingga penulis memutuskan untuk hanya memasukkan saham-saham yang termasuk dalam indeks LQ45 saja dengan asumsi saham-saham tersebut memiliki likuiditas yang cukup baik agar hasil penelitiannya juga lebih mendekati kenyataan.

2. Sangat sulit untuk menentukan tanggal apa yang paling tepat untuk dijadikan tanggal kejadian (*event date*). Sebab tidak jelas tanggal apa yang memiliki dampak terbesar terhadap *return* saham. Tanggal pelaksanaan RUPS diambil karena pada saat RUPS-lah terdapat kepastian kapan dilaksanakannya *reverse stock split* dan berapa besar rasionya.
3. Tidak dipisahinya jenis investor dalam menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan. Investor ritel umumnya lebih sensitif terhadap perubahan harga bila dibandingkan dengan investor institusi. Sehingga seharusnya pengujian hanya mengambil investor ritel sebagai sampel penelitian.

5.3 Saran

Setelah melakukan penelitian ini dan menyadari kelemahan-kelemahannya, penulis memiliki beberapa saran yang dapat dijadikan bahan pertimbangan sebagai berikut:

5.3.1 Untuk Penelitian Selanjutnya

1. Perlu dipertimbangkan untuk menggunakan sampel penelitian yang lebih banyak. Hal ini dapat dilakukan dengan memperpanjang periode penelitian, misalnya mulai tahun 2007. Sampel penelitian yang lebih banyak akan lebih mencerminkan secara akurat pengaruh *reverse stock split* terhadap *return* saham.
2. Indikator likuiditas tidak hanya menggunakan volume perdagangan saham saja, namun dapat dipertajam dengan menggunakan volume transaksi investor individual, frekuensi perdagangan investor individual, jumlah investor individual, rata-rata *bid-ask spread* harian.
3. Melakukan pengujian pola *abnormal return* di sekitar tanggal iklan panggilan RUPSLB yang agendanya meminta persetujuan pelaksanaan *reverse stock split*.

5.3.2 Untuk Investor

1. Investor sebaiknya tidak melakukan strategi *buy-and hold* untuk jangka waktu yang pendek terhadap saham-saham yang melakukan *reverse stock split*. Sebab berdasarkan penelitian ini, dapat disimpulkan tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan dari saham-saham yang melaksanakan *reverse stock split* dalam jangka waktu pendek. Bahkan bila dilihat dari grafik CAR-nya, *abnormal return* saham yang melakukan *reverse stock split* justru mendekati nol dalam jangka waktu pendek.
2. Apabila memang investor ingin membeli saham-saham yang melakukan *reverse stock split*, maka sebaiknya investor menganalisa dahulu kondisi fundamental perusahaan tersebut. Dengan melakukan analisa terhadap kondisi fundamental suatu perusahaan, maka risiko kerugian akibat penurunan harga saham akan diminimalisir. Perusahaan

dengan kondisi fundamental yang kuat akan lebih berpotensi memberikan *abnormal return* dimasa depan dibandingkan perusahaan dengan kondisi fundamental yang rapuh dan berisiko tinggi.

5.3.3 Untuk Emiten

- Berdasarkan penelitian yang sudah dilakukan, terbukti bahwa tindakan *reverse stock split* tidak memberikan dampak yang signifikan terhadap *return* saham dan justru berdampak negatif terhadap likuiditas saham perusahaan di pasar. Hasil penelitian ini justru menunjukkan bahwa berdasarkan *Trading Volume activity*-nya, saham-saham yang melakukan *reverse stock split* justru mengalami penurunan rata-rata volume perdagangan. Maka apabila memang perusahaan ingin memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan likuiditas sahamnya di bursa, maka jalan satu-satunya adalah memperbaiki kinerja fundamental perusahaan secara terus-menerus. Dengan kondisi perusahaan yang sehat serta memiliki prospek usaha yang cerah, akan secara otomatis meningkatkan harga saham serta likuiditasnya di pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Bacon, F.E.; Salandro, D.; & Shin, T.S. (1993). **Management's View of Reverse Stock Splits**, *Financial Management*, 22, 1, 18-19.
- Baker, H.K.; Powell, G.E. (1993). **Further Evidence on Managerial Motives for Stock Splits**, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 32, No. 3, 20-31.
- Bodie, Z.; Kane, A.; & Marcus, A.J. (1996). *Investments*, (6th ed.). Singapore: McGraw-Hill / Irwin.
- Conroy, R.M.; & Harris, R.S. (1999). **Stock Splits and Information: The Role of Share Price**, *Financial Management*, Vol. 28, No. 3, 28-40.
- Cooper, D.R.; & Schindler, P.S. (1998). *Business Research Methods* (6th ed.). Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
- Desai, H.; & Jain, P.C. (1997). **Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits**. *The Journal of Business*, Vol.70, No.3, 409-433.
- Fabozzi, F.J.; & Modigliani, F. (1996). *Capital Markets* (2nd ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Fabozzi, F.J.; Modigliani, F.; Jones, F.J.; & Ferri, M.G. (2002). *Foundations of Financial Markets and Institutions* (3rd ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Fama, E.; Fisher, L.; Jensen, M.; and Roll, R. (1969). **The Adjustment of Stock Prices to New Information**. *International Economic Review*, February, 1-21.
- Iwatani, Masanobu. (2002). **Reverse Stock Splits in Japan and the United States**, *Capital Research Journal*, Vol.5, No.4, 34-45.
- Katoppo, Intansari A. (2004). *Pengaruh Peristiwa Bom Gedung BEJ 13 September 2000 dan Bom Bali 12 Oktober 2002 pada Perdagangan Saham-Saham LQ45 di BEJ: Event Study Pengaruh Peristiwa Sosial Politik Terhadap Pasar di BEJ*. Jakarta: Karya Akhir MMUI.
- Levin, R.I.; & Rubin, D.S. (1998). *Statistics For Management* (7th ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

- Lind, D.A.; Marchal, W.G.; & Mason, R.D. (2002). *Statistical Techniques in Business and Economics* (11th ed.). New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Meggison, W.L. (1997). *Corporate Finance Theory* (1st ed.): Addison-Wesley Educational Publishers, Inc.
- Nuryadin, Phone. (2005). *Pengaruh Stock Splits Terhadap Return dan Likuiditas di Bursa Efek Jakarta*. Jakarta: Karya Akhir MMUI.
- O'Neil, W.J. (1988). *How to Make Money in Stocks* (1st ed.). New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Rumadja, Emma. (2004). *Analisis Pengaruh Stock Splits Terhadap Harga Saham: Studi Kasus di BEJ Tahun 2001-2003*. Jakarta: Karya Akhir MMUI.
- Sharpe, W.F.; Gordon, A.J.; & Bailey, J.V. (1995). *Investment* (5th ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Sheimo, M.D. (1994). *The Facts and Fictions: Stock Market Rules* (1st ed.). New York : Irwin Profesional Publishers.
- Syafitri, Khairani. (2001). *Pengaruh Stock Splits Terhadap Return Saham*. Jakarta: Karya Akhir MMUI.

PERATURAN, ARTIKEL, DAN WEBSITE

Undang Undang Republik Indonesia No. 1 tentang Perseroan Terbatas tahun 1985

Undang Undang Republik Indonesia No. 8 tentang Pasar Modal tahun 1995

Peraturan Bursa Efek Jakarta tentang Peraturan Perdagangan Efek No.II-A.1

Bursa Efek Jakarta,

LAMPIRAN 1: Harga Saham Historis BBNI dan IHSG (14 Januari 2003 - 8 Desember 2003)

DAY	DATE	BBNI	IHSG
1	01/14/2003	1500	407.2
2	01/15/2003	1500	405.6
3	01/16/2003	1500	397.1
4	01/17/2003	1500	401.6
5	01/20/2003	1500	404.4
6	01/21/2003	1500	405.2
7	01/22/2003	1500	405.7
8	01/23/2003	1500	406.8
9	01/24/2003	1500	405.3
10	01/27/2003	1425	393.6
11	01/28/2003	1425	395.2
12	01/29/2003	1425	391.5
13	01/30/2003	1500	392.3
14	01/31/2003	1425	388.4
15	02/03/2003	1425	390.2
16	02/04/2003	1425	394.1
17	02/05/2003	1425	392.3
18	02/06/2003	1425	394.5
19	02/07/2003	1425	394.6
20	02/10/2003	1500	397.2
21	02/11/2003	1425	395.6
22	02/13/2003	1425	395.5
23	02/14/2003	1425	399.5
24	02/17/2003	1500	404.4
25	02/18/2003	1500	402.9
26	02/19/2003	1425	402.0
27	02/20/2003	1500	400.0
28	02/21/2003	1425	402.2
29	02/24/2003	1425	403.0
30	02/25/2003	1425	399.1
31	02/26/2003	1500	397.5
32	02/27/2003	1425	398.9
33	02/28/2003	1500	399.2
34	03/04/2003	1425	395.4
35	03/05/2003	1425	391.2
36	03/06/2003	1500	394.0
37	03/07/2003	1500	389.8
38	03/10/2003	1425	382.7
39	03/11/2003	1425	379.4
40	03/12/2003	1500	387.2
41	03/13/2003	1425	383.9
42	03/14/2003	1425	387.9
43	03/17/2003	1425	382.1
44	03/18/2003	1350	384.6
45	03/19/2003	1425	385.5
46	03/20/2003	1425	394.6
47	03/21/2003	1425	394.0
48	03/24/2003	1425	395.1
49	03/25/2003	1425	394.9
50	03/26/2003	1500	401.0
51	03/27/2003	1500	401.3
52	03/28/2003	1425	404.4
53	03/31/2003	1425	398.0
54	04/01/2003	1350	398.1
55	04/03/2003	1425	398.1

DAY	DATE	BBNI	IHSG
56	04/04/2003	1425	405.7
57	04/07/2003	1500	423.8
58	04/08/2003	1425	422.1
59	04/09/2003	1500	430.3
60	04/10/2003	1425	430.4
61	04/11/2003	1425	438.5
62	04/14/2003	1425	433.9
63	04/15/2003	1425	437.7
64	04/16/2003	1425	442.7
65	04/17/2003	1575	443.9
66	04/21/2003	1575	447.9
67	04/22/2003	1500	442.7
68	04/23/2003	1575	447.7
69	04/24/2003	1500	445.2
70	04/25/2003	1500	435.0
71	04/28/2003	1500	430.9
72	04/29/2003	1500	444.2
73	04/30/2003	1500	450.9
74	05/01/2003	1725	452.2
75	05/02/2003	1725	447.8
76	05/05/2003	1650	459.0
77	05/06/2003	1950	463.6
78	05/07/2003	2025	473.1
79	05/08/2003	1950	471.1
80	05/09/2003	1875	469.6
81	05/12/2003	1800	473.9
82	05/13/2003	1800	473.5
83	05/14/2003	1650	467.9
84	05/19/2003	1650	459.2
85	05/20/2003	1725	466.1
86	05/21/2003	1800	466.3
87	05/22/2003	1800	465.1
88	05/23/2003	1800	472.1
89	05/26/2003	2025	478.4
90	05/27/2003	1950	480.3
91	05/28/2003	2100	492.8
92	05/29/2003	2025	494.8
93	06/02/2003	2175	505.7
94	06/03/2003	2175	502.4
95	06/04/2003	2550	504.5
96	06/05/2003	2700	511.2
97	06/06/2003	2700	510.7
98	06/09/2003	2850	519.3
99	06/10/2003	3150	519.5
100	06/11/2003	3375	515.7
101	06/12/2003	3075	501.8
102	06/13/2003	3225	510.5
103	06/16/2003	3150	512.7
104	06/17/2003	3150	509.0
105	06/18/2003	3075	503.2
106	06/19/2003	3075	509.8
107	06/20/2003	3075	511.5
108	06/23/2003	3075	506.3
109	06/24/2003	3075	500.2
110	06/25/2003	3075	500.3

DAY	DATE	BBNI	IHSG
111	06/26/2003	2925	497.8
112	06/27/2003	3000	506.8
113	06/30/2003	2925	505.5
114	07/01/2003	2700	505.7
115	07/02/2003	2775	506.1
116	07/03/2003	2850	507.8
117	07/04/2003	2850	504.1
118	07/07/2003	2925	511.4
119	07/08/2003	3150	518.5
120	07/09/2003	3075	519.8
121	07/10/2003	3075	518.2
122	07/11/2003	3150	524.7
123	07/14/2003	2850	535.0
124	07/15/2003	2700	533.8
125	07/16/2003	2625	524.3
126	07/17/2003	2625	523.6
127	07/18/2003	2700	525.5
128	07/21/2003	2550	520.9
129	07/22/2003	2550	516.8
130	07/23/2003	2400	512.6
131	07/24/2003	2325	505.0
132	07/25/2003	2550	510.1
133	07/26/2003	2475	512.8
134	07/29/2003	2400	511.5
135	07/30/2003	2475	508.2
136	07/31/2003	2400	508.0
137	08/01/2003	2550	508.7
138	08/04/2003	2400	503.9
139	08/05/2003	2325	488.5
140	08/06/2003	2400	494.4
141	08/07/2003	2400	508.3
142	08/08/2003	2325	505.4
143	08/11/2003	2400	504.8
144	08/12/2003	2400	506.4
145	08/13/2003	2325	511.2
146	08/14/2003	2400	510.1
147	08/15/2003	2325	516.6
148	08/19/2003	2250	517.1
149	08/20/2003	2325	518.8
150	08/21/2003	2400	525.6
151	08/22/2003	2550	528.9
152	08/25/2003	2550	529.0
153	08/26/2003	2550	528.8
154	08/27/2003	2550	530.9
155	08/28/2003	2400	530.2
156	08/29/2003	2175	529.7
157	09/01/2003	2100	534.3
158	09/02/2003	2100	538.9
159	09/03/2003	2250	558.2
160	09/04/2003	2100	575.2
161	09/05/2003	2175	582.3
162	09/08/2003	2175	587.1
163	09/09/2003	2175	585.3
164	09/10/2003	2100	572.9
165	09/11/2003	2175	565.6

DAY	DATE	BBNI	IHSG
166	09/12/2003	2100	578.4
167	09/15/2003	2025	574.8
168	09/16/2003	2175	581.2
169	09/17/2003	2175	585.9
170	09/18/2003	2100	582.7
171	09/19/2003	2100	585.7
172	09/23/2003	2100	588.5
173	09/24/2003	2100	605.6
174	09/25/2003	2100	603.7
175	09/26/2003	2025	599.8
176	09/29/2003	2025	597.1
177	09/30/2003	2100	597.7
178	10/01/2003	1950	606.0
179	10/02/2003	2025	619.6
180	10/03/2003	2025	621.9
181	10/06/2003	2025	615.9
182	10/07/2003	2250	615.3
183	10/08/2003	2175	624.3
184	10/09/2003	2325	636.2
185	10/10/2003	2325	644.8
186	10/13/2003	2250	644.4
187	10/14/2003	2400	648.7
188	10/15/2003	2250	650.4
189	10/16/2003	2175	649.3
190	10/17/2003	2175	649.6
191	10/20/2003	2175	652.8
192	10/21/2003	2100	647.0
193	10/22/2003	2100	646.2
194	10/23/2003	2025	631.0
195	10/24/2003	1950	634.6
196	10/27/2003	1575	629.1
197	10/28/2003	1500	626.9
198	10/29/2003	1425	624.6
199	10/30/2003	1650	627.8
200	10/31/2003	1650	625.5
201	11/03/2003	1575	617.3
202	11/04/2003	1800	626.5
203	11/05/2003	1725	635.8
204	11/06/2003	1725	632.8
205	11/07/2003	1725	626.7
206	11/10/2003	1575	620.1
207	11/11/2003	1650	617.7
208	11/12/2003	1575	619.9
209	11/13/2003	1575	614.6
210	11/14/2003	1500	610.3
211	11/17/2003	1425	607.8
212	11/18/2003	1350	605.8
213	11/19/2003	1425	601.9
214	11/20/2003	1500	605.8
215	11/21/2003	1575	617.1
216	12/01/2003	1500	629.9
217	12/02/2003	1575	633.7
218	12/03/2003	1500	643.9
219	12/04/2003	1500	641.2
220	12/05/2003	1500	638.0
221	12/08/2003	1500	647.77

LAMPIRAN 2: Harga Saham Historis BNBR dan IHSG (12 April 2004 - 9 Maret 2005)

DAY	DATE	BNBR	IHSG
1	04/12/2004	275	767.812
2	04/13/2004	275	771.739
3	04/14/2004	300	777.988
4	04/15/2004	275	772.987
5	04/16/2004	275	776.572
6	04/19/2004	275	784.839
7	04/20/2004	275	810.859
8	04/21/2004	275	814.203
9	04/22/2004	300	804.427
10	04/23/2004	300	815.444
11	04/26/2004	275	811.745
12	04/27/2004	275	818.159
13	04/28/2004	275	817.933
14	04/29/2004	275	801.967
15	04/30/2004	275	783.413
16	05/04/2004	250	779.603
17	05/05/2004	225	758.082
18	05/06/2004	225	746.117
19	05/07/2004	225	743.637
20	05/10/2004	175	707.218
21	05/11/2004	200	718.261
22	05/12/2004	200	744.291
23	05/13/2004	200	739.137
24	05/14/2004	175	722.709
25	05/17/2004	175	668.477
26	05/18/2004	200	676.152
27	05/19/2004	200	706.797
28	05/21/2004	200	724.932
29	05/24/2004	200	732.58
30	05/25/2004	200	717.135
31	05/26/2004	200	718.005
32	05/27/2004	200	728.313
33	05/28/2004	200	733.99
34	05/31/2004	200	732.516
35	06/01/2004	175	731.202
36	06/02/2004	175	719.042
37	06/04/2004	175	697.937
38	06/07/2004	175	700.785
39	06/08/2004	175	703.579
40	06/09/2004	175	709.753
41	06/10/2004	175	706.841
42	06/11/2004	175	704.125
43	06/14/2004	175	696.338
44	06/15/2004	150	707.411
45	06/16/2004	175	707.887
46	06/17/2004	175	700.137
47	06/18/2004	175	692.715
48	06/21/2004	175	689.615
49	06/22/2004	175	691.093
50	06/23/2004	175	699.756
51	06/24/2004	200	709.351
52	06/25/2004	200	720.232
53	06/28/2004	175	720.539
54	06/29/2004	200	722.293
55	06/30/2004	175	732.401

DAY	DATE	BNBR	IHSG
56	07/01/2004	175	729.808
57	07/02/2004	175	745.025
58	07/06/2004	200	768.255
59	07/07/2004	200	771.664
60	07/08/2004	200	759.742
61	07/09/2004	200	761.14
62	07/12/2004	200	757.575
63	07/13/2004	200	756.582
64	07/14/2004	200	744.316
65	07/15/2004	200	745.34
66	07/16/2004	200	756.095
67	07/19/2004	250	754.273
68	07/20/2004	250	756.667
69	07/21/2004	250	761.239
70	07/22/2004	225	761.518
71	07/23/2004	275	765.367
72	07/26/2004	250	761.804
73	07/27/2004	275	759.279
74	07/28/2004	275	760.2
75	07/29/2004	275	760.973
76	07/30/2004	250	756.983
77	08/02/2004	225	749.458
78	08/03/2004	250	757.295
79	08/04/2004	250	758.304
80	08/05/2004	250	762.011
81	08/06/2004	250	753.932
82	08/09/2004	250	750.04
83	08/10/2004	225	752.443
84	08/11/2004	250	763.947
85	08/12/2004	275	758.179
86	08/13/2004	275	755.92
87	08/16/2004	250	751.95
88	08/18/2004	250	754.254
89	08/19/2004	250	753.689
90	08/20/2004	225	750.472
91	08/23/2004	250	749.371
92	08/24/2004	250	738.866
93	08/25/2004	225	731.716
94	08/26/2004	250	735.254
95	08/27/2004	250	746.76
96	08/30/2004	250	753.025
97	08/31/2004	200	754.704
98	09/01/2004	225	775.096
99	09/02/2004	225	780.271
100	09/03/2004	225	786.49
101	09/06/2004	225	784.787
102	09/07/2004	225	786.687
103	09/08/2004	225	789.135
104	09/09/2004	225	782.65
105	09/10/2004	225	797.775
106	09/14/2004	225	809.016
107	09/15/2004	225	815.486
108	09/16/2004	225	813.064
109	09/17/2004	225	814.626
110	09/21/2004	225	823.858

DAY	DATE	BNBR	IHSG
111	09/22/2004	225	818.23
112	09/23/2004	225	816.762
113	09/24/2004	225	819.821
114	09/27/2004	200	815.582
115	09/28/2004	225	812.127
116	09/29/2004	200	812.892
117	09/30/2004	175	820.134
118	10/01/2004	200	835.905
119	10/04/2004	225	856.449
120	10/05/2004	200	861.318
121	10/06/2004	200	856.06
122	10/07/2004	200	849.826
123	10/08/2004	200	855.719
124	10/11/2004	200	860.144
125	10/12/2004	200	849.193
126	10/13/2004	200	863.171
127	10/14/2004	200	859.664
128	10/15/2004	200	857.593
129	10/18/2004	225	854.387
130	10/19/2004	225	853.393
131	10/20/2004	225	840.791
132	10/21/2004	200	834.169
133	10/22/2004	175	850.774
134	10/25/2004	200	846.635
135	10/26/2004	200	841.353
136	10/27/2004	200	849.184
137	10/28/2004	225	862.119
138	10/29/2004	200	860.487
139	11/01/2004	200	863.589
140	11/02/2004	225	881.396
141	11/03/2004	175	890.365
142	11/04/2004	200	888.336
143	11/05/2004	200	893.639
144	11/08/2004	200	888.738
145	11/09/2004	200	901.38
146	11/10/2004	200	918.713
147	11/11/2004	200	925.185
148	11/12/2004	225	934.03
149	11/22/2004	225	939.991
150	11/23/2004	200	959.019
151	11/24/2004	200	961.324
152	11/25/2004	200	955.681
153	11/26/2004	200	965.216
154	11/29/2004	200	964.086
155	11/30/2004	200	977.767
156	12/01/2004	200	986.199
157	12/02/2004	200	997.698
158	12/03/2004	200	991.407
159	12/06/2004	175	983.198
160	12/07/2004	200	986.41
161	12/08/2004	200	979.22
162	12/09/2004	200	963.797
163	12/10/2004	200	945.23
164	12/13/2004	200	935.784
165	12/14/2004	200	922.073

DAY	DATE	BNBR	IHSG
166	12/15/2004	200	939.151
167	12/16/2004	200	957.166
168	12/17/2004	175	973.354
169	12/20/2004	200	966.813
170	12/21/2004	200	976.319
171	12/22/2004	200	985.182
172	12/23/2004	200	986.506
173	12/27/2004	200	997.518
174	12/28/2004	200	1003.92
175	12/29/2004	200	1004.43
176	12/30/2004	200	1000.23
177	01/03/2005	200	1000.88
178	01/04/2005	200	1018.54
179	01/05/2005	200	1015.43
180	01/06/2005	200	1029.89
181	01/07/2005	225	1032.53
182	01/10/2005	200	1015.48
183	01/11/2005	200	1011.67
184	01/12/2005	200	1008.58
185	01/13/2005	200	1021.67
186	01/14/2005	175	1021.34
187	01/17/2005	175	1024.89
188	01/18/2005	200	1017.73
189	01/19/2005	200	1027.81
190	01/20/2005	200	1035.75
191	01/24/2005	200	1030.72
192	01/25/2005	200	1026.89
193	01/26/2005	200	1037.51
194	01/27/2005	200	1044.99
195	01/28/2005	175	1046.48
196	01/31/2005	200	1045.44
197	02/01/2005	175	1047.53
198	02/02/2005	175	1052.82
199	02/03/2005	175	1049.33
200	02/04/2005	175	1048.39
201	02/07/2005	175	1041.63
202	02/08/2005	175	1036.6
203	02/11/2005	175	1045.87
204	02/14/2005	200	1050.73
205	02/15/2005	200	1067.2
206	02/16/2005	200	1073.44
207	02/17/2005	200	1082.98
208	02/18/2005	200	1092.49
209	02/21/2005	175	1093.78
210	02/22/2005	175	1099.91
211	02/23/2005	200	1102.93
212	02/24/2005	200	1102.02
213	02/25/2005	200	1083.38
214	02/28/2005	200	1073.83
215	03/01/2005	175	1093.28
216	03/02/2005	200	1082.75
217	03/03/2005	200	1094.6
218	03/04/2005	200	1103.01
219	03/07/2005	200	1105.3
220	03/08/2005	200	1114.21
221	03/09/2005	200	1116.81

LAMPIRAN 3:

Return Saham BBNI dan IHSG Selama Periode Estimasi

DAY	DATE	RETURN BBNI	RETURN IHSG
1	01/14/2003	0.00%	2.76%
2	01/15/2003	0.00%	-0.39%
3	01/16/2003	0.00%	-2.09%
4	01/17/2003	0.00%	1.14%
5	01/20/2003	0.00%	0.69%
6	01/21/2003	0.00%	0.18%
7	01/22/2003	0.00%	0.13%
8	01/23/2003	0.00%	0.26%
9	01/24/2003	0.00%	-0.35%
10	01/27/2003	-5.00%	-2.91%
11	01/28/2003	0.00%	0.42%
12	01/29/2003	0.00%	-0.93%
13	01/30/2003	5.26%	0.19%
14	01/31/2003	-5.00%	-0.98%
15	02/03/2003	0.00%	0.46%
16	02/04/2003	0.00%	1.01%
17	02/05/2003	0.00%	-0.47%
18	02/06/2003	0.00%	0.55%
19	02/07/2003	0.00%	0.04%
20	02/10/2003	5.26%	0.66%
21	02/11/2003	-5.00%	-0.42%
22	02/13/2003	0.00%	-0.02%
23	02/14/2003	0.00%	1.02%
24	02/17/2003	5.26%	1.22%
25	02/18/2003	0.00%	-0.36%
26	02/19/2003	-5.00%	-0.25%
27	02/20/2003	5.26%	-0.49%
28	02/21/2003	-5.00%	0.57%
29	02/24/2003	0.00%	0.20%
30	02/25/2003	0.00%	-0.97%
31	02/26/2003	5.26%	-0.39%
32	02/27/2003	-5.00%	0.36%
33	02/28/2003	5.26%	0.07%
34	03/04/2003	-5.00%	-0.97%
35	03/05/2003	0.00%	-1.06%
36	03/06/2003	5.26%	0.72%
37	03/07/2003	0.00%	-1.06%
38	03/10/2003	-5.00%	-1.83%
39	03/11/2003	0.00%	-0.87%
40	03/12/2003	5.26%	2.08%
41	03/13/2003	-5.00%	-0.88%
42	03/14/2003	0.00%	1.05%
43	03/17/2003	0.00%	-1.48%
44	03/18/2003	-5.26%	0.65%
45	03/19/2003	5.56%	0.22%
46	03/20/2003	0.00%	2.38%
47	03/21/2003	0.00%	-0.15%
48	03/24/2003	0.00%	0.27%
49	03/25/2003	0.00%	-0.04%
50	03/26/2003	5.26%	1.55%

DAY	DATE	RETURN BBNI	RETURN IHSG
51	03/27/2003	0.00%	0.08%
52	03/28/2003	-5.00%	0.77%
53	03/31/2003	0.00%	-1.59%
54	04/01/2003	-5.26%	0.01%
55	04/03/2003	5.56%	0.00%
56	04/04/2003	0.00%	1.92%
57	04/07/2003	5.26%	4.47%
58	04/08/2003	-5.00%	-0.40%
59	04/09/2003	5.26%	1.93%
60	04/10/2003	-5.00%	0.04%
61	04/11/2003	0.00%	1.65%
62	04/14/2003	0.00%	-1.05%
63	04/15/2003	0.00%	0.67%
64	04/16/2003	0.00%	1.14%
65	04/17/2003	10.53%	0.26%
66	04/21/2003	0.00%	0.92%
67	04/22/2003	-4.76%	-1.16%
68	04/23/2003	5.00%	1.12%
69	04/24/2003	-4.76%	-0.57%
70	04/25/2003	0.00%	-2.27%
71	04/28/2003	0.00%	-0.95%
72	04/29/2003	0.00%	3.06%
73	04/30/2003	0.00%	1.50%
74	05/01/2003	15.00%	0.30%
75	05/02/2003	0.00%	-0.97%
76	05/05/2003	-4.35%	2.49%
77	05/06/2003	18.16%	1.01%
78	05/07/2003	-3.65%	2.05%
79	05/08/2003	-3.70%	-0.42%
80	05/09/2003	-3.65%	-0.31%
81	05/12/2003	-4.00%	0.91%
82	05/13/2003	0.00%	-0.09%
83	05/14/2003	-8.33%	-1.16%
84	05/19/2003	0.00%	-1.86%
85	05/20/2003	4.55%	1.51%
86	05/21/2003	4.35%	0.03%
87	05/22/2003	0.00%	-0.25%
88	05/23/2003	0.00%	1.50%
89	05/26/2003	12.50%	1.34%
90	05/27/2003	-3.70%	0.39%
91	05/28/2003	7.69%	2.61%
92	05/29/2003	-3.57%	0.40%
93	06/02/2003	7.41%	2.21%
94	06/03/2003	0.00%	-0.65%
95	06/04/2003	17.24%	0.42%
96	06/05/2003	5.88%	1.31%
97	06/06/2003	0.00%	-0.09%
98	06/09/2003	5.56%	1.69%
99	06/10/2003	10.53%	0.04%
100	06/11/2003	7.14%	-0.74%

DAY	DATE	RETURN BBNI	RETURN IHSG
101	06/12/2003	-8.85%	-2.70%
102	06/13/2003	4.88%	1.73%
103	06/16/2003	-2.33%	0.43%
104	06/17/2003	0.00%	-0.71%
105	06/18/2003	-2.35%	-1.14%
106	06/19/2003	0.00%	1.31%
107	06/20/2003	0.00%	0.32%
108	06/23/2003	0.00%	-1.00%
109	06/24/2003	0.00%	-1.21%
110	06/25/2003	0.00%	0.02%
111	06/26/2003	-4.65%	-0.49%
112	06/27/2003	2.56%	1.80%
113	06/30/2003	-2.50%	-0.25%
114	07/01/2003	-7.65%	0.03%
115	07/02/2003	2.75%	0.08%
116	07/03/2003	2.70%	0.33%
117	07/04/2003	0.00%	-0.72%
118	07/07/2003	2.63%	1.44%
119	07/08/2003	7.65%	-1.40%
120	07/09/2003	-2.35%	0.25%
121	07/10/2003	0.00%	-0.30%
122	07/11/2003	2.44%	1.24%
123	07/14/2003	-9.52%	1.96%
124	07/15/2003	-5.26%	-0.21%
125	07/16/2003	-2.75%	-1.79%
126	07/17/2003	0.00%	-0.14%
127	07/18/2003	2.86%	0.37%
128	07/21/2003	-5.56%	-0.87%
129	07/22/2003	0.00%	-0.79%
130	07/23/2003	-5.88%	-0.80%
131	07/24/2003	-3.13%	-1.48%
132	07/25/2003	9.66%	1.00%
133	07/28/2003	-2.94%	0.53%
134	07/29/2003	-3.03%	-0.26%
135	07/30/2003	3.13%	-0.64%
136	07/31/2003	-3.03%	-0.05%
137	08/01/2003	6.25%	0.14%
138	08/04/2003	-5.88%	-0.94%
139	08/05/2003	-3.13%	-3.06%
140	08/06/2003	3.23%	1.21%
141	08/07/2003	0.00%	2.80%
142	08/08/2003	-3.13%	-0.57%
143	08/11/2003	3.23%	-0.10%
144	08/12/2003	0.00%	0.31%
145	08/13/2003	-3.13%	0.95%
146	08/14/2003	3.23%	-0.21%
147	08/15/2003	-3.13%	1.28%
148	08/19/2003	-3.23%	0.08%
149	08/20/2003	3.33%	0.33%
150	08/21/2003	3.23%	1.31%

DAY	DATE	RETURN BBNI	RETURN IHSG
151	08/22/2003	6.25%	0.64%
152	08/25/2003	0.00%	0.02%
153	08/26/2003	0.00%	-0.05%
154	08/27/2003	0.00%	0.40%
155	08/28/2003	-5.88%	-0.12%
156	08/29/2003	-9.38%	-0.11%
157	09/01/2003	-3.45%	0.88%
158	09/02/2003	0.00%	0.86%
159	09/03/2003	7.14%	3.58%
160	09/04/2003	-6.67%	3.04%
161	09/05/2003	3.57%	1.24%
162	09/08/2003	0.00%	0.81%
163	09/09/2003	0.00%	-0.30%
164	09/10/2003	-3.45%	-2.13%
165	09/11/2003	3.57%	-1.26%
166	09/12/2003	-3.45%	2.25%
167	09/15/2003	-3.57%	-0.62%
168	09/16/2003	7.41%	1.12%
169	09/17/2003	0.00%	0.80%
170	09/18/2003	-3.45%	-0.55%
171	09/19/2003	0.00%	0.51%
172	09/23/2003	0.00%	0.48%
173	09/24/2003	0.00%	2.91%
174	09/25/2003	0.00%	-0.32%
175	09/26/2003	-3.57%	-0.64%
176	09/29/2003	0.00%	-0.45%
177	09/30/2003	3.70%	0.09%
178	10/01/2003	-7.14%	1.40%
179	10/02/2003	3.85%	2.24%
180	10/03/2003	0.00%	0.37%
181	10/06/2003	0.00%	-0.96%
182	10/07/2003	11.11%	-0.09%
183	10/08/2003	-3.33%	1.47%
184	10/09/2003	6.90%	1.91%
185	10/10/2003	0.00%	1.35%
186	10/13/2003	-3.23%	-0.06%
187	10/14/2003	6.67%	0.66%
188	10/15/2003	-6.25%	0.27%
189	10/16/2003	-3.33%	-0.18%
190	10/17/2003	0.00%	0.05%
191	10/20/2003	0.00%	0.48%
192	10/21/2003	-3.45%	-0.89%
193	10/22/2003	0.00%	-0.12%
194	10/23/2003	-3.57%	-2.35%
195	10/24/2003	-3.70%	0.57%
196	10/27/2003	-19.23%	-0.87%
197	10/28/2003	-4.76%	-0.35%
198	10/29/2003	-5.00%	-0.37%
199	10/30/2003	15.79%	0.52%
200	10/31/2003	0.00%	-0.36%

LAMPIRAN 4: Return Saham BNBR dan IHSG Selama Periode Estimasi

DAY	DATE	RETURN BNBR	RETURN IHSG
1	04/12/2004	-8.33%	-1.51%
2	04/13/2004	0.00%	0.51%
3	04/14/2004	9.09%	0.81%
4	04/15/2004	-8.33%	-0.64%
5	04/16/2004	0.00%	0.46%
6	04/19/2004	0.00%	1.06%
7	04/20/2004	0.00%	3.32%
8	04/21/2004	0.00%	0.41%
9	04/22/2004	9.09%	-1.20%
10	04/23/2004	0.00%	1.37%
11	04/26/2004	-8.33%	-0.45%
12	04/27/2004	0.00%	0.79%
13	04/28/2004	0.00%	-0.03%
14	04/29/2004	0.00%	-1.95%
15	04/30/2004	0.00%	-2.31%
16	05/04/2004	-9.09%	-0.49%
17	05/05/2004	-10.00%	-2.76%
18	05/06/2004	0.00%	-1.58%
19	05/07/2004	0.00%	-0.33%
20	05/10/2004	-22.22%	-4.90%
21	05/11/2004	14.29%	1.56%
22	05/12/2004	0.00%	3.62%
23	05/13/2004	0.00%	-0.69%
24	05/14/2004	-12.50%	-2.22%
25	05/17/2004	0.00%	-7.50%
26	05/18/2004	14.29%	1.15%
27	05/19/2004	0.00%	4.53%
28	05/21/2004	0.00%	2.57%
29	05/24/2004	0.00%	1.05%
30	05/25/2004	0.00%	-2.11%
31	05/26/2004	0.00%	0.12%
32	05/27/2004	0.00%	1.44%
33	05/28/2004	0.00%	0.78%
34	05/31/2004	0.00%	-0.20%
35	06/01/2004	-12.50%	-0.18%
36	06/02/2004	0.00%	-1.66%
37	06/04/2004	0.00%	-2.94%
38	06/07/2004	0.00%	0.41%
39	06/08/2004	0.00%	0.40%
40	06/09/2004	0.00%	0.88%
41	06/10/2004	0.00%	-0.41%
42	06/11/2004	0.00%	-0.38%
43	06/14/2004	0.00%	-1.11%
44	06/15/2004	-14.29%	1.59%
45	06/16/2004	16.67%	0.07%
46	06/17/2004	0.00%	-1.09%
47	06/18/2004	0.00%	-1.06%
48	06/21/2004	0.00%	-0.45%
49	06/22/2004	0.00%	0.21%
50	06/23/2004	0.00%	1.25%

DAY	DATE	RETURN BNBR	RETURN IHSG
51	06/24/2004	14.29%	1.37%
52	06/25/2004	0.00%	1.53%
53	06/28/2004	-12.50%	0.04%
54	06/29/2004	14.29%	0.24%
55	06/30/2004	-12.50%	1.40%
56	07/01/2004	0.00%	-0.35%
57	07/02/2004	0.00%	2.09%
58	07/06/2004	14.29%	3.12%
59	07/07/2004	0.00%	0.44%
60	07/08/2004	0.00%	-1.54%
61	07/09/2004	0.00%	0.18%
62	07/12/2004	0.00%	-0.47%
63	07/13/2004	0.00%	-0.13%
64	07/14/2004	0.00%	-1.62%
65	07/15/2004	0.00%	0.14%
66	07/16/2004	0.00%	1.44%
67	07/19/2004	25.00%	-0.24%
68	07/20/2004	0.00%	0.32%
69	07/21/2004	0.00%	0.60%
70	07/22/2004	-10.00%	0.04%
71	07/23/2004	22.22%	0.64%
72	07/26/2004	-9.09%	-0.60%
73	07/27/2004	10.00%	-0.33%
74	07/28/2004	0.00%	0.12%
75	07/29/2004	0.00%	0.10%
76	07/30/2004	-9.09%	-0.52%
77	08/02/2004	-10.00%	-0.99%
78	08/03/2004	11.11%	1.05%
79	08/04/2004	0.00%	0.13%
80	08/05/2004	0.00%	0.49%
81	08/06/2004	0.00%	-1.06%
82	08/09/2004	0.00%	-0.52%
83	08/10/2004	-10.00%	0.32%
84	08/11/2004	11.11%	1.53%
85	08/12/2004	10.00%	-0.76%
86	08/13/2004	0.00%	-0.30%
87	08/16/2004	-9.09%	-0.53%
88	08/18/2004	0.00%	0.31%
89	08/19/2004	0.00%	-0.07%
90	08/20/2004	-10.00%	-0.43%
91	08/23/2004	11.11%	-0.15%
92	08/24/2004	0.00%	-1.40%
93	08/25/2004	-10.00%	-0.97%
94	08/26/2004	11.11%	0.48%
95	08/27/2004	0.00%	1.56%
96	08/30/2004	0.00%	0.84%
97	08/31/2004	-20.00%	0.22%
98	09/01/2004	12.50%	2.70%
99	09/02/2004	0.00%	0.67%
100	09/03/2004	0.00%	-0.80%

DAY	DATE	RETURN BNBR	RETURN IHSG
101	09/06/2004	0.00%	-0.22%
102	09/07/2004	0.00%	0.24%
103	09/08/2004	0.00%	0.31%
104	09/09/2004	0.00%	-0.82%
105	09/10/2004	0.00%	1.93%
106	09/14/2004	0.00%	1.41%
107	09/15/2004	0.00%	0.80%
108	09/16/2004	0.00%	-0.30%
109	09/17/2004	0.00%	0.19%
110	09/21/2004	0.00%	1.13%
111	09/22/2004	0.00%	-0.68%
112	09/23/2004	0.00%	-0.18%
113	09/24/2004	0.00%	0.37%
114	09/27/2004	-11.11%	-0.52%
115	09/28/2004	12.50%	-0.42%
116	09/29/2004	-11.11%	0.09%
117	09/30/2004	-12.50%	0.89%
118	10/01/2004	14.29%	1.92%
119	10/04/2004	12.50%	2.46%
120	10/05/2004	-11.11%	0.57%
121	10/06/2004	0.00%	-0.61%
122	10/07/2004	0.00%	-0.73%
123	10/08/2004	0.00%	0.69%
124	10/11/2004	0.00%	0.52%
125	10/12/2004	0.00%	-1.27%
126	10/13/2004	0.00%	1.65%
127	10/14/2004	0.00%	-0.41%
128	10/15/2004	0.00%	-0.24%
129	10/18/2004	12.50%	-0.37%
130	10/19/2004	0.00%	-0.12%
131	10/20/2004	0.00%	-1.48%
132	10/21/2004	-11.11%	-0.79%
133	10/22/2004	-12.50%	1.99%
134	10/25/2004	14.29%	-0.49%
135	10/26/2004	0.00%	-0.62%
136	10/27/2004	0.00%	0.93%
137	10/28/2004	12.50%	1.52%
138	10/29/2004	-11.11%	-0.19%
139	11/01/2004	0.00%	0.36%
140	11/02/2004	12.50%	2.06%
141	11/03/2004	-22.22%	1.02%
142	11/04/2004	14.29%	-0.23%
143	11/05/2004	0.00%	0.60%
144	11/08/2004	0.00%	-0.55%
145	11/09/2004	0.00%	1.42%
146	11/10/2004	0.00%	1.92%
147	11/11/2004	0.00%	0.70%
148	11/12/2004	12.50%	0.96%
149	11/22/2004	0.00%	0.64%
150	11/23/2004	-11.11%	2.02%

DAY	DATE	RETURN BNBR	RETURN IHSG
151	11/24/2004	0.00%	0.24%
152	11/25/2004	0.00%	-0.59%
153	11/26/2004	0.00%	1.00%
154	11/29/2004	0.00%	-0.12%
155	11/30/2004	0.00%	1.42%
156	12/01/2004	0.00%	0.86%
157	12/02/2004	0.00%	1.17%
158	12/03/2004	0.00%	-1.63%
159	12/06/2004	-12.50%	0.18%
160	12/07/2004	14.29%	0.33%
161	12/08/2004	0.00%	-0.73%
162	12/09/2004	0.00%	-1.58%
163	12/10/2004	0.00%	-1.93%
164	12/13/2004	0.00%	-1.00%
165	12/14/2004	0.00%	-1.47%
166	12/15/2004	0.00%	1.85%
167	12/16/2004	0.00%	1.92%
168	12/17/2004	-12.50%	1.69%
169	12/20/2004	14.29%	-0.67%
170	12/21/2004	0.00%	0.98%
171	12/22/2004	0.00%	0.91%
172	12/23/2004	0.00%	0.13%
173	12/27/2004	0.00%	1.12%
174	12/28/2004	0.00%	0.64%
175	12/29/2004	0.00%	0.05%
176	12/30/2004	0.00%	-0.42%
177	01/03/2005	0.00%	0.06%
178	01/04/2005	0.00%	1.76%
179	01/05/2005	0.00%	-0.31%
180	01/06/2005	0.00%	1.42%
181	01/07/2005	12.50%	0.26%
182	01/10/2005	-11.11%	-1.65%
183	01/11/2005	0.00%	-0.38%
184	01/12/2005	0.00%	-0.31%
185	01/13/2005	0.00%	1.30%
186	01/14/2005	-12.50%	-0.03%
187	01/17/2005	0.00%	0.35%
188	01/18/2005	14.29%	-0.70%
189	01/19/2005	0.00%	0.99%
190	01/20/2005	0.00%	0.77%
191	01/24/2005	0.00%	-0.49%
192	01/25/2005	0.00%	-0.37%
193	01/26/2005	0.00%	1.03%
194	01/27/2005	0.00%	0.72%
195	01/28/2005	-12.50%	0.14%
196	01/31/2005	14.29%	-0.10%
197	02/01/2005	-12.50%	0.20%
198	02/02/2005	0.00%	0.50%
199	02/03/2005	0.00%	-0.33%
200	02/04/2005	0.00%	-0.09%

LAMPIRAN 5:

Perhitungan Standard Error Spesifik Saham BBN1

DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2
01/14/2003	-0.002	0.000
01/15/2003	-0.002	0.000
01/16/2003	-0.002	0.000
01/17/2003	-0.002	0.000
01/20/2003	-0.002	0.000
01/21/2003	-0.002	0.000
01/22/2003	-0.002	0.000
01/23/2003	-0.002	0.000
01/24/2003	-0.002	0.000
01/27/2003	-0.052	0.003
01/28/2003	-0.002	0.000
01/29/2003	-0.002	0.000
01/30/2003	0.051	0.003
01/31/2003	-0.052	0.003
02/03/2003	-0.002	0.000
02/04/2003	-0.002	0.000
02/05/2003	-0.002	0.000
02/06/2003	-0.002	0.000
02/07/2003	-0.002	0.000
02/10/2003	0.051	0.003
02/11/2003	-0.052	0.003
02/13/2003	-0.002	0.000
02/14/2003	-0.002	0.000
02/17/2003	0.051	0.003
02/18/2003	-0.002	0.000
02/19/2003	-0.052	0.003
02/20/2003	0.051	0.003
02/21/2003	-0.052	0.003
02/24/2003	-0.002	0.000
02/25/2003	-0.002	0.000
02/26/2003	0.051	0.003
02/27/2003	-0.052	0.003
02/28/2003	0.051	0.003
03/04/2003	-0.052	0.003
03/05/2003	-0.002	0.000
03/06/2003	0.051	0.003
03/07/2003	-0.002	0.000
03/10/2003	-0.052	0.003
03/11/2003	-0.002	0.000
03/12/2003	0.051	0.003
03/13/2003	-0.052	0.003
03/14/2003	-0.002	0.000
03/17/2003	-0.002	0.000
03/18/2003	-0.054	0.003
03/19/2003	0.054	0.003
03/20/2003	-0.002	0.000
03/21/2003	-0.002	0.000
03/24/2003	-0.002	0.000
03/25/2003	-0.002	0.000
03/26/2003	0.051	0.003

DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2
03/27/2003	-0.002	0.000
03/28/2003	-0.052	0.003
03/31/2003	-0.002	0.000
04/01/2003	-0.054	0.003
04/03/2003	0.054	0.003
04/04/2003	-0.002	0.000
04/07/2003	0.051	0.003
04/08/2003	-0.052	0.003
04/09/2003	0.051	0.003
04/10/2003	-0.052	0.003
04/11/2003	-0.002	0.000
04/14/2003	-0.002	0.000
04/15/2003	-0.002	0.000
04/16/2003	-0.002	0.000
04/17/2003	0.104	0.011
04/21/2003	-0.002	0.000
04/22/2003	-0.049	0.002
04/23/2003	0.048	0.002
04/24/2003	-0.049	0.002
04/25/2003	-0.002	0.000
04/28/2003	-0.002	0.000
04/29/2003	-0.002	0.000
04/30/2003	-0.002	0.000
05/01/2003	0.148	0.022
05/02/2003	-0.002	0.000
05/05/2003	-0.045	0.002
05/06/2003	0.180	0.032
05/07/2003	0.037	0.001
05/08/2003	-0.039	0.001
05/09/2003	-0.040	0.002
05/12/2003	-0.042	0.002
05/13/2003	-0.002	0.000
05/14/2003	-0.085	0.007
05/19/2003	-0.002	0.000
05/20/2003	0.044	0.002
05/21/2003	0.042	0.002
05/22/2003	-0.002	0.000
05/23/2003	-0.002	0.000
05/26/2003	0.123	0.015
05/27/2003	-0.039	0.001
05/28/2003	0.075	0.006
05/29/2003	-0.037	0.001
06/02/2003	0.072	0.005
06/03/2003	-0.002	0.000
06/04/2003	0.171	0.029
06/05/2003	0.057	0.003
06/06/2003	-0.002	0.000
06/09/2003	0.054	0.003
06/10/2003	0.104	0.011
06/11/2003	0.070	0.005

DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2
06/12/2003	-0.091	0.008
06/13/2003	0.047	0.002
06/16/2003	-0.025	0.001
06/17/2003	-0.002	0.000
06/18/2003	-0.025	0.001
06/19/2003	-0.002	0.000
06/20/2003	-0.002	0.000
06/23/2003	-0.002	0.000
06/24/2003	-0.002	0.000
06/25/2003	-0.002	0.000
06/26/2003	-0.050	0.003
06/27/2003	0.024	0.001
06/30/2003	-0.027	0.001
07/01/2003	-0.079	0.006
07/02/2003	0.026	0.001
07/03/2003	0.025	0.001
07/04/2003	-0.002	0.000
07/07/2003	0.025	0.001
07/08/2003	0.075	0.006
07/09/2003	-0.025	0.001
07/10/2003	-0.002	0.000
07/11/2003	0.023	0.001
07/14/2003	-0.097	0.009
07/15/2003	-0.054	0.003
07/16/2003	-0.029	0.001
07/17/2003	-0.002	0.000
07/18/2003	0.027	0.001
07/21/2003	-0.057	0.003
07/22/2003	-0.002	0.000
07/23/2003	-0.060	0.004
07/24/2003	-0.033	0.001
07/25/2003	0.095	0.009
07/28/2003	-0.031	0.001
07/29/2003	-0.032	0.001
07/30/2003	0.030	0.001
07/31/2003	-0.032	0.001
08/01/2003	0.061	0.004
08/04/2003	-0.060	0.004
08/05/2003	-0.033	0.001
08/06/2003	0.031	0.001
08/07/2003	-0.002	0.000
08/08/2003	-0.033	0.001
08/11/2003	0.031	0.001
08/12/2003	-0.002	0.000
08/13/2003	-0.033	0.001
08/14/2003	0.031	0.001
08/15/2003	-0.033	0.001
08/19/2003	-0.034	0.001
08/20/2003	0.032	0.001
08/21/2003	0.031	0.001

DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2
08/22/2003	0.061	0.004
08/25/2003	-0.002	0.000
08/26/2003	-0.002	0.000
08/27/2003	-0.002	0.000
08/28/2003	-0.060	0.004
08/29/2003	-0.095	0.009
09/01/2003	-0.036	0.001
09/02/2003	-0.002	0.000
09/03/2003	0.070	0.005
09/04/2003	-0.068	0.005
09/05/2003	0.034	0.001
09/08/2003	-0.002	0.000
09/09/2003	-0.002	0.000
09/10/2003	-0.036	0.001
09/11/2003	0.034	0.001
09/12/2003	-0.036	0.001
09/15/2003	-0.037	0.001
09/16/2003	0.072	0.005
09/17/2003	-0.002	0.000
09/18/2003	-0.036	0.001
09/19/2003	-0.002	0.000
09/23/2003	-0.002	0.000
09/24/2003	-0.002	0.000
09/25/2003	-0.002	0.000
09/26/2003	-0.037	0.001
09/29/2003	-0.002	0.000
09/30/2003	0.035	0.001
10/01/2003	-0.073	0.005
10/02/2003	0.037	0.001
10/03/2003	-0.002	0.000
10/06/2003	-0.002	0.000
10/07/2003	0.109	0.012
10/08/2003	-0.035	0.001
10/09/2003	0.067	0.005
10/10/2003	-0.002	0.000
10/13/2003	-0.034	0.001
10/14/2003	0.065	0.004
10/15/2003	-0.064	0.004
10/16/2003	-0.035	0.001
10/17/2003	-0.002	0.000
10/20/2003	-0.002	0.000
10/21/2003	-0.036	0.001
10/22/2003	-0.002	0.000
10/23/2003	-0.037	0.001
10/24/2003	-0.039	0.001
10/27/2003	-0.194	0.038
10/28/2003	-0.049	0.002
10/29/2003	-0.052	0.003
10/30/2003	0.156	0.024
10/31/2003	-0.002	0.000
SUM		0.476
(Rij - Ri)2 / T-2		0.002
√ ((Rij - Ri)2 / T-2)		0.049

LAMPIRAN 6:

Perhitungan Standard Error Spesifik Saham BNBR

DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2	DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2	DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2	DATE	Rij - Ri	(Rij - Ri)2
4/12/2004	-0.083	0.007	6/24/2004	0.143	0.020	9/6/2004	0.000	0.000	11/24/2004	0.000	0.000
4/13/2004	0.000	0.000	6/25/2004	0.000	0.000	9/7/2004	0.000	0.000	11/25/2004	0.000	0.000
4/14/2004	0.091	0.008	6/28/2004	-0.125	0.016	9/8/2004	0.000	0.000	11/26/2004	0.000	0.000
4/15/2004	-0.083	0.007	6/29/2004	0.143	0.020	9/9/2004	0.000	0.000	11/29/2004	0.000	0.000
4/16/2004	0.000	0.000	6/30/2004	-0.125	0.016	9/10/2004	0.000	0.000	11/30/2004	0.000	0.000
4/19/2004	0.000	0.000	7/1/2004	0.000	0.000	9/14/2004	0.000	0.000	12/1/2004	0.000	0.000
4/20/2004	0.000	0.000	7/2/2004	0.000	0.000	9/15/2004	0.000	0.000	12/2/2004	0.000	0.000
4/21/2004	0.000	0.000	7/6/2004	0.143	0.020	9/16/2004	0.000	0.000	12/3/2004	0.000	0.000
4/22/2004	0.091	0.008	7/7/2004	0.000	0.000	9/17/2004	0.000	0.000	12/6/2004	-0.125	0.016
4/23/2004	0.000	0.000	7/8/2004	0.000	0.000	9/21/2004	0.000	0.000	12/7/2004	0.143	0.020
4/26/2004	-0.083	0.007	7/9/2004	0.000	0.000	9/22/2004	0.000	0.000	12/8/2004	0.000	0.000
4/27/2004	0.000	0.000	7/12/2004	0.000	0.000	9/23/2004	0.000	0.000	12/9/2004	0.000	0.000
4/28/2004	0.000	0.000	7/13/2004	0.000	0.000	9/24/2004	0.000	0.000	12/10/2004	0.000	0.000
4/29/2004	0.000	0.000	7/14/2004	0.000	0.000	9/27/2004	-0.111	0.012	12/13/2004	0.000	0.000
4/30/2004	0.000	0.000	7/15/2004	0.000	0.000	9/28/2004	0.125	0.016	12/14/2004	0.000	0.000
5/4/2004	-0.091	0.008	7/16/2004	0.000	0.000	9/29/2004	-0.111	0.012	12/15/2004	0.000	0.000
5/5/2004	-0.100	0.010	7/19/2004	0.250	0.062	9/30/2004	-0.125	0.016	12/16/2004	0.000	0.000
5/6/2004	0.000	0.000	7/20/2004	0.000	0.000	10/1/2004	0.143	0.020	12/17/2004	-0.125	0.016
5/7/2004	0.000	0.000	7/21/2004	0.000	0.000	10/4/2004	0.125	0.016	12/20/2004	0.143	0.020
5/10/2004	-0.222	0.049	7/22/2004	-0.100	0.010	10/5/2004	-0.111	0.012	12/21/2004	0.000	0.000
5/11/2004	0.143	0.020	7/23/2004	0.222	0.049	10/6/2004	0.000	0.000	12/22/2004	0.000	0.000
5/12/2004	0.000	0.000	7/26/2004	-0.091	0.008	10/7/2004	0.000	0.000	12/23/2004	0.000	0.000
5/13/2004	0.000	0.000	7/27/2004	0.100	0.010	10/8/2004	0.000	0.000	12/27/2004	0.000	0.000
5/14/2004	-0.125	0.016	7/28/2004	0.000	0.000	10/11/2004	0.000	0.000	12/28/2004	0.000	0.000
5/17/2004	0.000	0.000	7/29/2004	0.000	0.000	10/12/2004	0.000	0.000	12/29/2004	0.000	0.000
5/18/2004	0.143	0.020	7/30/2004	-0.091	0.008	10/13/2004	0.000	0.000	12/30/2004	0.000	0.000
5/19/2004	0.000	0.000	8/2/2004	-0.100	0.010	10/14/2004	0.000	0.000	1/3/2005	0.000	0.000
5/21/2004	0.000	0.000	8/3/2004	0.111	0.012	10/15/2004	0.000	0.000	1/4/2005	0.000	0.000
5/24/2004	0.000	0.000	8/4/2004	0.000	0.000	10/18/2004	0.125	0.016	1/5/2005	0.000	0.000
5/25/2004	0.000	0.000	8/5/2004	0.000	0.000	10/19/2004	0.000	0.000	1/6/2005	0.000	0.000
5/26/2004	0.000	0.000	8/6/2004	0.000	0.000	10/20/2004	0.000	0.000	1/7/2005	0.125	0.016
5/27/2004	0.000	0.000	8/9/2004	0.000	0.000	10/21/2004	-0.111	0.012	1/10/2005	-0.111	0.012
5/28/2004	0.000	0.000	8/10/2004	-0.100	0.010	10/22/2004	-0.125	0.016	1/11/2005	0.000	0.000
5/31/2004	0.000	0.000	8/11/2004	0.111	0.012	10/25/2004	0.143	0.020	1/12/2005	0.000	0.000
6/1/2004	-0.125	0.016	8/12/2004	0.100	0.010	10/26/2004	0.000	0.000	1/13/2005	0.000	0.000
6/2/2004	0.000	0.000	8/13/2004	0.000	0.000	10/27/2004	0.000	0.000	1/14/2005	-0.125	0.016
6/4/2004	0.000	0.000	8/16/2004	-0.091	0.008	10/28/2004	0.125	0.016	1/17/2005	0.000	0.000
6/7/2004	0.000	0.000	8/18/2004	0.000	0.000	10/29/2004	-0.111	0.012	1/18/2005	0.143	0.020
6/8/2004	0.000	0.000	8/19/2004	0.000	0.000	11/1/2004	0.000	0.000	1/19/2005	0.000	0.000
6/9/2004	0.000	0.000	8/20/2004	-0.100	0.010	11/2/2004	0.125	0.016	1/20/2005	0.000	0.000
6/10/2004	0.000	0.000	8/23/2004	0.111	0.012	11/3/2004	-0.222	0.049	1/24/2005	0.000	0.000
6/11/2004	0.000	0.000	8/24/2004	0.000	0.000	11/4/2004	0.143	0.020	1/25/2005	0.000	0.000
6/14/2004	0.000	0.000	8/25/2004	-0.100	0.010	11/5/2004	0.000	0.000	1/26/2005	0.000	0.000
6/15/2004	-0.143	0.020	8/26/2004	0.111	0.012	11/8/2004	0.000	0.000	1/27/2005	0.000	0.000
6/16/2004	0.167	0.028	8/27/2004	0.000	0.000	11/9/2004	0.000	0.000	1/28/2005	-0.125	0.016
6/17/2004	0.000	0.000	8/30/2004	0.000	0.000	11/10/2004	0.000	0.000	1/31/2005	0.143	0.020
6/18/2004	0.000	0.000	8/31/2004	-0.200	0.040	11/11/2004	0.000	0.000	2/1/2005	-0.125	0.016
6/21/2004	0.000	0.000	9/1/2004	0.125	0.016	11/12/2004	0.125	0.016	2/2/2005	0.000	0.000
6/22/2004	0.000	0.000	9/2/2004	0.000	0.000	11/22/2004	0.000	0.000	2/3/2005	0.000	0.000
6/23/2004	0.000	0.000	9/3/2004	0.000	0.000	11/23/2004	-0.111	0.012	2/4/2005	0.000	0.000
Sum											1.127
(Rij - Ri)2 / (T-2)											0.006
$\sqrt{((Rij - Ri)2 / (T-2))}$											0.075

LAMPIRAN 7: Perhitungan CAR dan SCAR Saham BBNi

Perhitungan S_{eff} Saham BBNi

Rmt	Rmt - Rm	(Rmt - Rm)^2	S_{eff}
-0.0132	-0.0156	0.0002	1.3153
0.0150	0.0126	0.0002	1.2389
0.0149	0.0125	0.0002	1.2374
-0.0047	-0.0071	0.0001	1.1472
-0.0096	-0.0120	0.0001	1.2252
-0.0106	-0.0130	0.0002	1.2478
-0.0038	-0.0061	0.0000	1.1372
0.0035	0.0011	0.0000	1.1081
-0.0084	-0.0108	0.0001	1.2027
-0.0070	-0.0094	0.0001	1.1780
-0.0042	-0.0065	0.0000	1.1411
-0.0033	-0.0057	0.0000	1.1325
-0.0064	-0.0087	0.0001	1.1683
0.0064	0.0041	0.0000	1.1201
0.0186	0.0163	0.0003	1.3349
0.0208	0.0185	0.0003	1.4092
0.0060	0.0037	0.0000	1.1176
0.0160	0.0136	0.0002	1.2630
-0.0042	-0.0066	0.0000	1.1415
-0.0048	-0.0072	0.0001	1.1486
0.0152	0.0129	0.0002	1.2454

Perhitungan CAR dan SCAR Saham BBNi

Rit	E(Rit)	ARit	CARit	SARit	SCARit
-0.0455	-0.0185	-0.0270	-0.0270	-0.0205	-0.0205
0.1429	0.0179	0.1250	0.0980	0.1009	0.0804
-0.0417	0.0178	-0.0595	0.0385	-0.0481	0.0323
0.0000	-0.0075	0.0075	0.0460	0.0065	0.0388
0.0000	-0.0138	0.0138	0.0598	0.0112	0.0500
-0.0870	-0.0151	-0.0719	-0.0121	-0.0576	-0.0075
0.0476	-0.0063	0.0539	0.0418	0.0474	0.0399
-0.0455	0.0031	-0.0486	-0.0068	-0.0438	-0.0040
0.0000	-0.0123	0.0123	0.0055	0.0102	0.0062
-0.0476	-0.0104	-0.0372	-0.0317	-0.0316	-0.0254
-0.0500	-0.0068	-0.0432	-0.0750	-0.0379	-0.0633
-0.0526	-0.0056	-0.0470	-0.1220	-0.0415	-0.1048
0.0556	-0.0096	0.0651	-0.0568	0.0557	-0.0490
0.0526	0.0069	0.0457	-0.0111	0.0408	-0.0082
0.0500	0.0226	0.0274	0.0163	0.0205	0.0123
-0.0476	0.0255	-0.0731	-0.0568	-0.0519	-0.0395
0.0500	0.0064	0.0436	-0.0131	0.0390	-0.0005
-0.0476	0.0192	-0.0668	-0.0800	-0.0529	-0.0534
0.0000	-0.0068	0.0068	-0.0731	0.0060	-0.0474
0.0000	-0.0076	0.0076	-0.0655	0.0066	-0.0408
0.0000	0.0183	-0.0183	-0.0838	-0.0147	-0.0554

LAMPIRAN 8: Perhitungan CAR dan SCAR Saham BNBR

Perhitungan S_{eff} Saham BNBR

Rmt	Rmt - Rm	(Rmt - Rm)^2	Seft
-0.0064	-0.0080	0.0001	1.0947
-0.0048	-0.0064	0.0000	1.0851
0.0089	0.0074	0.0001	1.0906
0.0046	0.0031	0.0000	1.0722
0.0157	0.0141	0.0002	1.1519
0.0058	0.0043	0.0000	1.0758
0.0089	0.0073	0.0001	1.0903
0.0088	0.0072	0.0001	1.0896
0.0012	-0.0004	0.0000	1.0684
0.0056	0.0040	0.0000	1.0750
0.0027	0.0012	0.0000	1.0689
-0.0008	-0.0024	0.0000	1.0707
-0.0169	-0.0185	0.0003	1.2154
-0.0088	-0.0104	0.0001	1.1129
0.0181	0.0165	0.0003	1.1847
-0.0096	-0.0112	0.0001	1.1203
0.0109	0.0094	0.0001	1.1045
0.0077	0.0061	0.0000	1.0836
0.0021	0.0005	0.0000	1.0685
0.0081	0.0065	0.0000	1.0856
0.0023	0.0008	0.0000	1.0686

Perhitungan CAR dan SCAR Saham BNBR

Rit	E(Rit)	ARit	CARit	SARit	SCARit
0.0000	-0.0080	0.0080	0.0080	0.0073	0.0073
0.0000	-0.0063	0.0063	0.0143	0.0058	0.0131
0.0000	0.0076	-0.0076	0.0067	-0.0069	0.0062
0.1429	0.0032	0.1396	0.1463	0.1302	0.1364
0.0000	0.0143	-0.0143	0.1320	-0.0125	0.1239
0.0000	0.0044	-0.0044	0.1276	-0.0041	0.1198
0.0000	0.0075	-0.0075	0.1201	-0.0069	0.1129
0.0000	0.0074	-0.0074	0.1127	-0.0068	0.1061
-0.1250	-0.0003	-0.1247	-0.0121	-0.1167	-0.0106
0.0000	0.0042	-0.0042	-0.0163	-0.0039	-0.0145
0.1429	0.0013	0.1415	0.1253	0.1324	0.1179
0.0000	-0.0023	0.0023	0.1276	0.0021	0.1200
0.0000	-0.0185	0.0185	0.1461	0.0152	0.1353
0.0000	-0.0103	0.0103	0.1564	0.0093	0.1445
-0.1250	0.0168	-0.1418	0.0146	-0.1197	0.0249
0.1429	-0.0112	0.1540	0.1686	0.1375	0.1623
0.0000	0.0096	-0.0096	0.1590	-0.0087	0.1537
0.0000	0.0063	-0.0063	0.1527	-0.0058	0.1479
0.0000	0.0006	-0.0006	0.1521	-0.0006	0.1473
0.0000	0.0067	-0.0067	0.1454	-0.0061	0.1411
0.0000	0.0009	-0.0009	0.1445	-0.0008	0.1403