

**ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGGABUNGAN USAHA PADA
PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2005-2008**



SKRIPSI
Diajukan untuk Melengkapi Tugas-tugas dan Memenuhi
Syarat-syarat untuk Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen
Universitas Sebelas Maret
Surakarta

Oleh:

NINA SULARKO

F0205016

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA

2010

HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan Judul:
**ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGGABUNGAN USAHA PADA
PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2005-2008**

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal 5 Januari 2010

Dosen Pembimbing

Dra. MAHASTUTI AGUNG, MSi
NIP.19480622 197302 2 001

HALAMAN PENGESAHAN

MOTTO

”Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan”

(QS.AL Insyirah : 6)

”Tugas kita bukanlah untuk berhasil. Tugas kita adalah untuk mencoba, karena didalam mencoba itulah kita menemukan dan belajar membangun kesempatan untuk berhasil”

(Mario Teguh)

”Jangan pernah berputus asa di tengah jalan, tetaplah bersemangat untuk meraih impian”.

”Life must go on”

(Penulis)

”Kita berdoa kalau kesusahan dan membutuhkan sesuatu, mestinya kita juga berdoa dalam kegembiraan dan saat rezeki melimpah”.

(Kahlil Gibran)

HALAMAN PERSEMBAHAN

Skripsi ini kupersembahkan kepada :

1. Papi dan Mami tercinta
2. Keluargaku tersayang
3. Eyang (alm) putri dan kakung
tercinta serta (alm) eyang buyut
4. Almamaterku tercinta
5. Semua sahabat dan teman-
temanku tersayang

KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Assalamualaikum Wr. Wb.

Segala puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan Rahmat dan Hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini. Sholawat dan Salam semoga tetap tercurahkan kepada nabi Muhammad SAW, para sahabat serta pengikutnya hingga akhir jaman.

Penulisan skripsi ini merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Sebelas Maret Surakarta. Berdasarkan persyaratan tersebut, maka penulis menyusun skripsi dengan judul **“Analisis Reaksi Pasar Atas Penggabungan Usaha pada Perusahaan Go Public di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2008”**.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi yang telah selesai disusun ini masih jauh dari sempurna, karena begitu banyak keterbatasan yang penulis miliki. Dengan segala kerendahan hati, penulis mengucapkan banyak terima kasih yang besar-besarnya kepada :

1. Prof. DR. Bambang Sutopo, M.Com,Akt., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.
2. Dra. Endang Suhari, M.Si., selaku Ketua Jurusan Manajemen FE UNS dan Reza Rahardian S.E., M.Si. selaku Sekretaris Jurusan Manajemen FE UNS.
3. Dra. Mahastuti Agung, M.Si., selaku Pembimbing Skripsi yang telah sabar memberikan bimbingan dan saran-saran yang sangat berarti dalam penulisan skripsi ini.
4. Segenap Bapak dan Ibu Dosen FE UNS yang telah memberikan bimbingannya selama penulis menimba ilmu di FE UNS.
5. Papi dan Mami tercinta yang selama ini telah membesarkan dan mendidik dengan cinta dan kasih sayang. Terimakasih atas dukungannya selama ini yang membuat penulis selalu bersemangat.
6. Kakak-kakak tercinta. Terimakasih buat semangat dan dukungan yang sangat berarti untuk penulis.

7. Mas Dheny: Terima kasih atas waktu, semangat, dukungan dan masukan kepada penulis yang sangat bermanfaat bagi penulis
8. Anto : Terimakasih atas kepercayaan, semangat, dukungan, kritik dan saran yang sangat penting dan bermanfaat bagi penulis
9. Sahabat-sahabat : Kiki, Rini, Bayu, Wawan, Catur, Ai, Gery, Fahmi, Mamet, Bebek, Andy, Edy, Nasta, Boy, Udjo, Ferdi dan Prima. Terimakasih atas semangat dan dukungan buat penulis.
10. Mas Dika dan Mas Yudho : Terima kasih atas semangat dan dukungannya.
11. Manajemen angkatan 2005.

Penulis juga menyadari bahwa sebagai manusia tentu saja banyak kekurangan dan jauh dari kesempurnaan, oleh karena itu koreksi dan saran yang membuat skripsi ini menjadi lebih baik akan penulis terima dengan lapang dada dan senang hati. Akhir kata, apa yang tertuang dalam skripsi ini dapat memberikan informasi dan manfaat bagi pihak lain yang membutuhkan.

Wassalamualaikum Wr. Wb.

Surakarta, 9 Januari 2010

Penulis

(Nina Sularko)

DAFTAR ISI

HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN.....	iv
HALAMAN MOTTO.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR GAMBAR.....	xi
ABSTRAKSI.....	xii

ABSTRACT.....	xiii
---------------	------

BAB

I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Perumusan Masalah.....	5
C. Pembatasan Masalah.....	6
D. Tujuan Penelitian.....	6
E. Manfaat Penelitian.....	7
II. TELAAH PUSTAKA	
A. Telaah Pustaka.....	9
1. Pasar Modal.....	9
2. Bursa Efek.....	10
3. Saham.....	10
4. Return.....	11
5. Merger dan Akuisisi.....	20
6. Event Study.....	30
B. Penelitian Terdahulu.....	32
C. Kerangka Pemikiran.....	33
D. Hipotesis.....	36
III. METODE PENELITIAN	
A. Populasi dan Sampel.....	37
B. Metode Pengambilan Data.....	38
C. Metode Analisis Data.....	39
E. Metode Analisis Hipotesis.....	42
IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	
A. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	46
B. Analisis Hasil Penelitian.....	47
1. Statistik Deskriptif.....	47
2. Pengujian Hipotesis.....	47
C. Pembahasan.....	52
V. KESIMPULAN DAN SARAN	
A. Kesimpulan.....	54
B. Keterbatasan Penelitian.....	55
C. Saran.....	56

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

TABEL		HAL
4.1	Statistik Deskriptif AAR.....	46
4.2	Uji Normalitas.....	47
4.3	CAAR, AAR, KSE, t- hitung.....	48
4.4	Pengujian Paired Sample T-	51

test.....

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR		HAL
2.1	Skema Merger.....	21
2.2	Skema Akuisisi.....	22
2.3	Kandungan Informasi Suatu	31

	Pengumuman.....	
2.4	Kerangka	35
	Pemikiran.....	
3.1	Daerah Penerimaan dan Penolakan H_0 Uji- t.....	44

ABSTRAKSI

ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGGABUNGAN USAHA PADA PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2005-2008

Oleh :

NINA SULARKO
F0205016

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui besarnya rata-rata abnormal return saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan pengakuisisi dan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham pada perusahaan pengakuisisi periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi

Sampel dari penelitian adalah perusahaan *go public* yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2008.

Penelitian tentang analisis pengumuman penggabungan usaha terhadap Reaksi Pasar pada perusahaan Go Public di bursa efek Indonesia menunjukkan bahwa pemegang perusahaan *bidder* tidak memperoleh tambahan kemakmuran dari aktivitas merger dan akuisisi. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Saran dalam penelitian ini antara lain : Emiten sebaiknya menggunakan atau memilih saham-saham yang aktif diperdagangkan serta sebaiknya mencari informasi yang lebih akurat karena dapat digunakan sebagai referensi untuk mengetahui besarnya kemakmuran yang akan diperoleh. Pada penelitian yang akan datang sebaiknya lebih meningkatkan jangkauan penelitian serta dapat menggunakan metode alternatif model lain yaitu model pasar (*market model*) dan model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) sebagai pembanding dalam menghitung *abnormal return*.

Kata Kunci : Penggabungan Usaha, Merger, Akuisisi, Abnormal Return Saham, Perusahaan Go Public

ABSTRACT

ANALYSIS OF BUSINESS UNION ANNOUNCEMENT TO REACTION OF MARKET AT GO PUBLIC COMPANY IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE 2005-2008 PERIOD

By:
NINA SULARKO
F0205016

The Objective in this research is to determine the level of abnormal mean stock return before and after merger and acquisition announcement at bidder company and to know are there any significance differences between abnormal mean stock return at bidder company before and after merger and acquisition announcement period.

Sampel from this research is go public company conducting merger and acquisition which enlist in Indonesian Stock Exchange (IDX) 2005-2008 period.

Research about The Effect of Business Union Announcement to Stock Return using Abnormal Return Method at Go Public Company in Indonesian Stock Exchange indicate that the holder of bidder company do not get prosperity addition from merger and acquisition activity. The result of research also indicate that statistically there are no significance difference between abnormal mean of stock return before and after merger and acquisition announcement.

Suggestion in this research for example : Perpetrator capital market should analyse before hand how performance of bidder and target company performance, because target company with good performance will yield different prosperity level and need to analyse whether merger and acquisition activity conducted by the companies in the long term will create synergy after merger and acquisition. In the future research should add perception period, to see the effect of merger and acquisition on a long term whether will give higher advantage level compared to before akuisisi and merger activity.

Keyword : Bussiness Union, Merger, Acquisition, Abnormal Stock Return, Go Public Company

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Memasuki era globalisasi, dunia usaha semakin lama semakin berkembang pesat serta persaingan bisnis makin tajam baik dalam jenis produk, mutu produk maupun pemasarannya. Perkembangan tersebut menimbulkan persaingan yang tidak sehat antar perusahaan bisnis. Kondisi

demikian menuntut perusahaan untuk selalu mengembangkan strategi perusahaan agar dapat bertahan atau bahkan lebih berkembang. Untuk itu perusahaan perlu mengembangkan suatu strategi yang tepat agar perusahaan bisa mempertahankan eksistensinya dan juga memperbaiki kinerjanya. Salah satu usaha untuk menjadikan perusahaan lebih besar dan kuat adalah dengan cara ekspansi baik internal maupun eksternal. Ekspansi eksternal dapat dilakukan dalam bentuk penggabungan badan usaha.

Keputusan penggabungan suatu badan usaha mempunyai pengaruh yang besar dalam memperbaiki kondisi perusahaan, yaitu peningkatan kinerja perusahaan, serta peningkatan kondisi dan posisi keuangan mengalami perubahan. Perubahan ini akan tampak pada laporan keuangan baik berupa laba bersih, laba per saham, ataupun likuiditas sahamnya, terutama bagi perusahaan publik. Perubahan lain yang terjadi setelah perusahaan melakukan penggabungan usaha adalah pada kinerja perusahaan dan penampilan finansial perusahaan praktis membesar dan meningkat. Kondisi dan posisi keuangan perusahaan mengalami perubahan, dan hal ini tercermin dalam pelaporan keuangan perusahaan. Perubahan ini mempengaruhi laporan finansial perusahaan di pasar modal.

Melalui informasi tentang keuangan perusahaan yang cenderung naik dan mengalami perbaikan tersebut, dapat memacu investor untuk mencoba menanamkan saham pada perusahaan yang bersangkutan, sehingga dimungkinkan adanya perubahan perdagangan saham pada perusahaan saham yang bersangkutan sebelum dan sesudah penggabungan usaha. Semakin besar

perdagangan saham perusahaan yang melakukan penggabungan usaha, maka akan semakin besar pula keuntungan saham yang akan diperoleh perusahaan. Jika didukung dengan membaiknya kinerja perusahaan setelah melakukan penggabungan usaha secara otomatis harga saham tersebut akan semakin naik harganya, sehingga keuntungan yang diambil dari perdagangan juga semakin besar jumlahnya. Penggabungan usaha ini pada umumnya dilakukan dalam bentuk merger dan akuisisi.

Penggabungan usaha (merger) adalah suatu kombinasi dua atau lebih perusahaan. Dimana setelah terjadi merger, maka perusahaan yang diambil alih akan dibubarkan atau dilikuidasi, sedangkan untuk perusahaan yang mengambil alih akan tetap beroperasi secara hukum sebagai satu badan usaha dan melanjutkan kegiatan perusahaan yang diambil alih (Foster, 1994). Sedangkan akuisisi adalah penggabungan usaha dengan salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*acquiring firm*) yang memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang terakuisisi (*target firm*).

Kegiatan merger dan akuisisi di Indonesia mulai berlangsung pada tahun 1970 yang dilakukan oleh bank-bank dengan harapan agar dapat memperkuat struktur modal dan memperoleh keringanan pajak. Kecenderungan yang terjadi di Indonesia pada akuisisi lebih banyak dilakukan. Hal ini disebabkan karena pemilik perusahaan lebih merasa nyaman dengan kepemilikan saham secara pribadi dalam jumlah besar (Payamta, 1997: Jurnal Penelitian Akuntansi – Bisnis dan Manajemen).

Praktik merger dan akuisisi merupakan salah satu bentuk upaya yang dilakukan untuk mencapai tujuan tersebut. Praktik tersebut dilakukan dengan cara perusahaan satu membeli atau menguasai perusahaan lainnya, dalam bentuk penguasaan terhadap aktiva atau saham-sahamnya. Kegiatan merger dan akuisisi antara perusahaan pengakuisisi (*acquiring firm*) dan perusahaan target (*target firm*) dapat diawali dengan bernegosiasi atau tawar menawar. Merger dan akuisisi menempatkan perusahaan target dalam posisi yang lemah. Pemilik perusahaan tidak akan menjual kepemilikannya jika tidak dihadapkan pada kesulitan. Keputusan merger dan akuisisi merupakan keputusan penting dan sangat mendasar karena dapat bersifat positif maupun dapat merugikan banyak orang.

Adanya reaksi pasar, baik reaksi positif maupun negatif terhadap kejadian merger dan akuisisi tergantung dari ketersediaan informasi bagi investor pada waktu pengumuman merger dan akuisisi tersebut. Pasar modal yang efisien, harga pasar dari sekuritas yang diperdagangkan di pasar suatu saat selalu merefleksikan semua informasi yang diketahui secara umum dari sekuritas tersebut. Perilaku dan perubahan harga selama pengumuman merger dan akuisisi merefleksikan gabungan semua informasi dan pengaruh yang dikeluarkan dalam pengumuman merger dan akuisisi (Halpern, 1983). Oleh sebab itu pengumuman merger dan akuisisi (*merger dan acquisition announcement*) dalam suatu industri dikarenakan dua perusahaan menyatukan kekuatannya. Dengan demikian, pengumuman merger dan akuisisi sebagai suatu informasi dapat berpengaruh tidak hanya pada kedua perusahaan yang

melakukan merger dan akuisisi yaitu perusahaan pengakuisisi (*acquiring firm/ akuisitor*) dan perusahaan yang diakuisisi (*target firm*), namun perusahaan lain yang menjadi pesaing yang berada dalam satu jenis industri yang sama dengan akuisitor dan *target firm*.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dan transfer informasi intra industri dari suatu pengumuman merger dan akuisisi. Penelitian ini juga dimaksudkan untuk melihat reaksi terhadap pengumuman tersebut yang diukur dengan menggunakan *abnormal return* saham perusahaan. Penelitian ini merupakan *event study* yang menggunakan *abnormal return* untuk menguji kandungan informasi.

Berdasarkan uraian diatas, penelitian tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan target kiranya cukup menarik untuk dilakukan di pasar modal Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini ditujukan untuk menguji secara empiris pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan target. Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian lebih lanjut dengan mengambil judul : **”ANALISIS REAKSI PASAR ATAS PENGGABUNGAN USAHA PADA PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2005-2008”**.

B. Perumusan Masalah

Pasar modal yang efisien, semua investor akan menerima dan mengevaluasi informasi yang berkaitan dengan harga saham pada waktu yang hampir sama. Dengan demikian, harga saham akan menyesuaikan dengan segera dan mencerminkan adanya informasi yang relevan. Penelitian ini akan menguji apakah informasi pengumuman penggabungan usaha mampu memberikan informasi yang relevan, sehingga dapat digunakan oleh para investor dalam pengambilan keputusan investasi dan adakah bukti empiris bahwa pengumuman merger dan akuisisi memberikan peranan penting di pasar modal yang tercemin lewat reaksi pasar berupa adanya *return* saham dan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman penggabungan usaha.

Dari latar belakang diatas, maka perumusan masalah yang dikemukakan pada penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat rata-rata abnormal return yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi ?
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?

C. Pembatasan Masalah

Agar penelitian ini tidak menyimpang dari permasalahan yang akan dibahas maka perlu diberikan pembatasan sebagai berikut :

- a. Penelitian ini dibatasi pada penggunaan metode *abnormal return* untuk mengukur *return saham* yang *go public* sebelum adanya pengumuman

merger dan akuisisi, dan sesudah terjadi pengumuman merger dan akuisisi dalam kurun waktu 40 hari sesudah dan sebelum akuisisi.

- b. Data sekunder yang digunakan pada penelitian ini diperoleh dari Indonesia Stock Exchange dengan menggunakan *return* harian pasar perusahaan *go public* periode 2005-2008.

D. Tujuan Penelitian

Tujuan yang hendak dicapai dengan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui besarnya rata-rata abnormal return saham sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi .
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

E. Manfaat Penelitian

1. Kegunaan Teoritis

Secara teoritis, hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna dalam ilmu pengetahuan, khususnya manajemen keuangan tentang penggabungan usaha dan metode yang digunakan.

2. Kegunaan Praktis

- a. Kegunaan Bagi UNS.

Kegunaan bagi UNS adalah diharapkan hasil penelitian ini akan menambah perbendaharaan perpustakaan UNS khususnya di Fakultas

Ekonomi agar mahasiswa dapat memperoleh pengetahuan tambahan tentang pengaruh pengumuman penggabungan usaha terhadap *return* saham.

b. Kegunaan Bagi Peneliti.

Dengan penelitian ini diharapkan akan memberikan wawasan pengetahuan tentang masalah yang diteliti sehingga dapat diperoleh gambaran yang lebih jelas mengenai kesesuaian di lapangan dengan teori yang ada.

c. Kegunaan Bagi Perusahaan Publik yang akan Melakukan Merger.

Dengan adanya penelitian ini diharapkan perusahaan publik yang melakukan merger dan akuisisi dapat mengambil metode yang sesuai untuk melakukan merger dan akuisisi.

d. Kegunaan Bagi Pembaca.

Kegunaan bagi pembaca adalah dapat menambah wawasan pembaca mengenai investasi pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

Bab ini bertujuan untuk menelusuri literatur-literatur untuk menjelaskan tentang pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham perusahaan target. Hal ini dimaksudkan untuk memberikan kerangka dasar konseptual yang selanjutnya digunakan untuk merumuskan hipotesis dan pengembangan model penelitian.

A. Telaah Pustaka

1. Pasar modal

Undang-undang Pasar Modal No.8 tahun 1995 memberikan pengertian pasar modal yaitu 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.

Robert Ang (1997:3.3) mendefinisikan pasar modal sebagai situasi dimana penjual dan pembeli dapat melakukan negosiasi terhadap pertukaran suatu komoditas atau kelompok, dan komoditas yang dipertukarkan disini adalah modal. Modal terbagi menjadi modal utang (*debt capital*) dan modal ekuitas (*equity capital*).

Pasar modal adalah perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (*stock*) maupun utang (*bond*), baik yang diterbitkan pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (*private sectors*) (Marzuki Usman,1997:11).

2. Bursa Efek

Definisi bursa efek menurut Surat Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No.01/BEJ/IV/1995 adalah suatu sistem dan atau sarana untuk mempertemukan order jual dan order beli anggota bursa dengan tujuan memperdagangkan saham-saham tersebut untuk kepentingan dirinya sendiri.

3. Saham

Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan dan pemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan (Robert Ang, 1997 : 6.2).

a. Berdasarkan cara peralihan, hak jenis saham ini dibagi 2 yaitu :

1). Saham atas unjuk (*bearer stock*)

Pada sertifikat saham tidak tertera nama pemiliknya, sehingga mudah dipindahtangankan dari satu investor ke investor lain.

2). Saham atas nama (*registered stock*).

Pada sertifikat saham tertera nama pemiliknya, sehingga peralihan saham harus melalui prosedur tertentu.

b. Berdasarkan hak tagih

1). Saham biasa (*common stock*)

Saham biasa merupakan saham yang menempatkan pemiliknya paling junior terhadap pembagian deviden, dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi.

2). Saham preferen (*prefered stock*)

Saham preferensi adalah saham yang berbentuk gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi), tetapi juga bisa tidak mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor. Saham preferensi serupa dengan saham biasa karena mewakili pemilikan ekuitas dan diterbitkan tanpa tanggal jatuh tempo yang tertulis diatas lembaran saham tersebut, serta membayar deviden.

4. Return

a. Pengertian return saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa datang (Jogiyanto, 2000:107).

b. Jenis-jenis return saham

Berdasarkan jenisnya, *return* saham dibagi 2, yaitu : (Jogiyanto, 2000)

1). Return realisasi (*realized return*)

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang sudah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko dimasa datang. Terdapat beberapa pengukuran realisasi seperti return total (*total return*), relatif *return* (*return relative*), kumulatif *return* (*return kumulatif*) dan *return* disesuaikan (*adjusted return*). Namun dalam penelitian ini poin-poin tersebut tidak diperdalam dan yang menjadi pokok dari *return* realisasi adalah bahwa *return* yang sesungguhnya terjadi dalam suatu investasi itu yang dinamakan *return* realisasi.

2). Return Ekspektasi (*expected return*)

Return ekspektasi (*expected return*) merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor dimasa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi. Dalam melakukan investasi akan selalu terkandung resiko, dengan adanya risiko atau ketidakpastian, maka investor tidak dapat menentukan secara pasti besar keuntungan yang akan diperoleh dimasa depan. Robert Ang (1997:20.3) mendefinisikan *expected return* sebagai *return* (kembaliannya yang diharapkan) oleh seorang investor atas suatu investasi yang akan diterima pada masa yang akan datang.

3). Komponen *return* saham

Ada 2 komponen *return* saham, yaitu :

a) *Current income* (Pendapatan Lancar)

Keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik, seperti: pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, deviden, dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar, maksudnya adalah pendapatan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas sehingga dapat diuangkan secara cepat. Yang setara kas lainnya adalah saham bonus atau deviden saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dapat dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya.

b) *Capital gain* (keuntungan selisih harga)

Keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu investasi. *Capital gain* sangat tergantung dari pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan, maka akan timbul perubahan suatu instrumen informasi. Instrumen yang dapat memberikan *capital gain* seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan *capital gain* seperti sertifikat deposito dan tabungan.

$$G = N (P_{ss} - P_{sb})$$

Dimana:

$$G = \text{Capital gain (loss)}$$

n = Jumlah saham

P_{sb} = harga pasar posisi beli

P_{ss} = Harga pasar posisi jual

c) Faktor-faktor yang mempengaruhi return saham

Return saham dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor berikut ini, antara lain :

(1) Tingkat suku bunga

Apabila tingkat suku bunga tinggi, para investor akan lebih tertarik menanamkan dananya untuk investasi. Hal ini mengakibatkan permintaan saham menurun sehingga harga saham akan cenderung turun, yang pada

akhirnya mengakibatkan *return* saham menjadi kecil atau turun, begitu pula sebaliknya.

(2) Tingkat Inflasi

Inflasi merupakan kecenderungan dari harga-harga yang mengalami peningkatan secara umum dan terus menerus. Apabila tingkat inflasi yang fluktuatif akan menyebabkan harga saham cenderung fluktuatif juga. (misal: inflasi naik, harga naik, *return* saham juga naik).

(3) Basic Earning power

Basic Earning power (BEP) sendiri termasuk dalam rasio profitabilitas. BEP yang tinggi menunjukkan bahwa kemampuan aktiva perusahaan untuk menghasilkan laba operasi juga tinggi, dengan demikian permintaan terhadap saham tersebut akan meningkat yang selanjutnya akan mendorong peningkatan harga saham.

(4) Debt Rate

Debt Rate (hutang) meliputi hutang lancar dan hutang jangka panjang. Semakin tinggi *debt rate* suatu perusahaan maka *return* saham perusahaan tersebut akan semakin rendah. Sebab semakin tinggi *debt rate* maka semakin banyak dana perusahaan untuk melunasi hutang perusahaan tersebut dan hanya sebagian kecil yang

dipergunakan untuk investasi sehingga akan mempengaruhi di perdagangan pasar modal.

(5) Pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham

Pengumuman merger dan akuisisi dapat mempengaruhi harga saham baik perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Perubahan harga saham kedua perusahaan tersebut mengindikasikan besarnya tingkat kemakmuran yang diperoleh pemegang saham sebagai dampak dari pengumuman merger dan akuisisi. Disamping itu tingkat kemakmuran pemegang saham dalam konteks penelitian ini juga bisa diukur dari besarnya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi maupun perusahaan target. Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. Dengan demikian ada hubungan antara teori pasar modal yang menjelaskan teori ekuilibrium yang baru. Efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi

(informationally efficient market) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia.

Penelitian ini berkaitan dengan teori keagenan, bahwa manajer mempunyai kecenderungan untuk memperbesar skala perusahaan agar posisinya semakin kuat dan memperoleh insentif tinggi. Motivasi yang demikian mendorong manajer untuk mengakuisisi perusahaan yang sedang tumbuh dengan konsekuensi membayar lebih tinggi kepada perusahaan target. Melalui posisi tawar menawar dalam proses tender, pemegang saham perusahaan target dapat meminta harga tinggi sampai batas dimana manajemen perusahaan pengakuisisi bersedia membayar. Pembayaran kepada pemegang saham perusahaan target pada dasarnya merupakan pemindahan kemakmuran dari pemegang saham perusahaan pengakuisisi kepada pemegang saham perusahaan target. Dengan demikian, jumlah keuntungan pemegang saham perusahaan target berkorelasi negatif dengan jumlah keuntungan perusahaan saham pengakuisisi. Hal ini seperti penelitian yang diungkapkan oleh Morck dkk. (1990). Yang menyimpulkan bahwa motivasi manajer dalam mengakuisisi perusahaan target akan menghasilkan kinerja yang jelek bagi perusahaan pengakuisisi.

Cara pembayaran akuisisi juga memberikan *signal* kepada pasar tentang perusahaan target maupun perusahaan pengakuisisi. Cara pembayaran dengan kas memberikan *signal* bahwa akuisisi akan memberikan sinergi yang tinggi, sedangkan jika manfaat sinergi rendah, maka biasanya perusahaan pengakuisisi akan menerapkan cara pembayaran dengan saham (Fishman, 1989). Dengan demikian, pembayaran dengan kas akan menambah kemakmuran bagi perusahaan target.

Penelitian tedahulu tentang merger dan akuisisi menemukan bukti bahwa *abnormal return* yang diterima oleh perusahaan target lebih tinggi dibanding perusahaan pengakuisisi, jika alat pembayaran akuisisi dengan kas menggunakan taktik merger dan akuisisi dengan *hostile takeover*. Kondisi lain yang memberikan *abnormal return* yang lebih tinggi bagi perusahaan target jika adanya persaingan antar perusahaan penawar (*multi bidder contest*) yang akan mengakuisisi perusahaan target.

c. *Abnormal Return*

Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi disekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return*

normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2008: 549-550).

Menurut Jogiyanto (1998) ada tiga model untuk mengestimasi *abnormal return* yaitu :

- a. Model rata-rata disesuaikan (*mean adjusted model*).
- b. Model Pasar (*market model*).
- c. Model pasar disesuaikan (*market adjusted model*).

Penelitian ini menggunakan model pasar disesuaikan (*market adjusted model*). *Market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return indeks* pasar pada saat tersebut.

Pertimbangan menggunakan model ini adalah:

- a. Model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti pada model lain.
- b. Pasar modal di Indonesia masih dalam tahap perkembangan (*emerging market*). Pada tahap tersebut pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan transaksinya tidak liquid sehingga saham tersebut jarang diperjual belikan. Akibatnya saham yang menghasilkan *return* nol selama tidak

terjadi transaksi, yang akan menimbulkan masalah dalam perhitungan koefisien β .

d. Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap *Abnormal Return*

Kinerja perusahaan pasca-akuisisi atau merger bisa diidentifikasi melalui laporan keuangan dalam beberapa tahun setelah penggabungan. Namun teori keuangan modern memberikan justifikasi bahwa cara yang paling *reliable* dalam mengukur kinerja keuangan ekonomi perusahaan adalah dengan melacak harga sahamnya terhadap kinerja pasar secara keseluruhan. Dalam pasar yang efisien, nilai yang diharapkan dari sebuah akuisisi akan diestimasi dengan menganalisis perubahan pasar segera setelah pengumuman transaksi akuisisi. Pengujian seperti ini biasa menggunakan *abnormal return* (Moin, 2004:298).

Abnormal return sebenarnya merupakan sebuah metodologi untuk meneliti atau menguji pengaruh kandungan informasi terhadap reaksi pasar saham. Metodologi menggunakan "*event study*" bertujuan untuk menguji apakah suatu peristiwa (*event*) berpengaruh terhadap harga saham dengan mengambil waktu spesifik diseperti tanggal pengumuman tersebut.

Jika pengumuman merger dan akuisisi berpengaruh secara signifikan terhadap pergerakan harga saham atau *abnormal return* berarti pengumuman tersebut mengandung informasi (*informational*

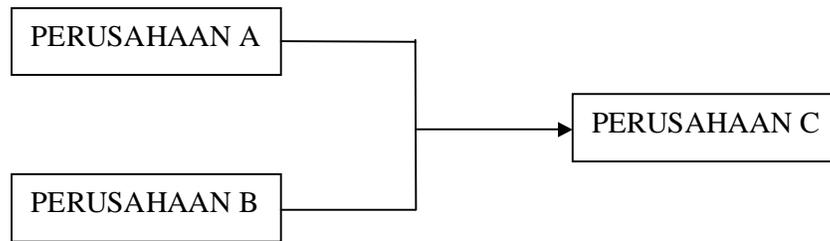
content). Apabila diperoleh *abnormal return* yang positif berarti terdapat peningkatan kemakmuran pemegang saham, dan sebaliknya jika *abnormal return* bernilai negatif berarti terjadi penurunan kemakmuran. Di sisi lain, apabila pengumuman merger dan akuisisi tersebut tidak menghasilkan *abnormal return* (*abnormal return* sama dengan nol) berarti akuisisi tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham.

Perubahan kemakmuran pemegang saham inilah yang ingin diukur dengan menggunakan *abnormal return* yaitu dengan membandingkan antara keuntungan yang sesungguhnya (*actual return*) dengan keuntungan yang diharapkan (*expected return*).

5. Merger dan Akuisisi

a. Pengertian Merger

Merger merupakan penggabungan usaha dengan cara kombinasi dua atau lebih perusahaan. Setelah terjadinya merger, perusahaan yang diambil alih dibubarkan atau dilikuidasi sedangkan perusahaan yang mengambil alih tetap beroperasi secara hukum sebagai suatu badan usaha dan melanjutkan kegiatan perusahaan yang diambil alih (Foster,1994). Dibawah ini adalah gambar skema merger.



Gambar 2. 1
Skema Merger

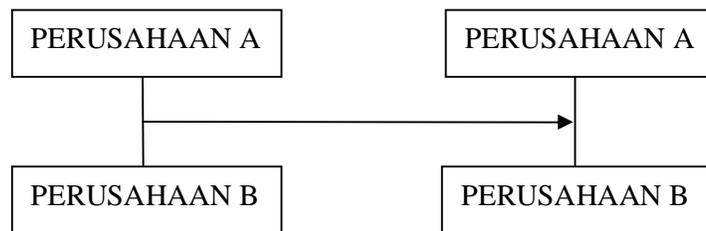
Merger dapat dilakukan dalam 3 bentuk dibawah ini (kwik Kian Gie, Penilaian Kelayakan Investasi dalam Keputusan Merger dan Akuisisi : Desember 1997) :

- 1) *Statury Merger* adalah Merger dimana keseluruhan harta dan kewajiban dari *target company* akan diambil alih oleh *acquiring company* dan sebagai gantinya pemegang saham *target company* akan memperoleh saham dari *acquiring company*.
- 2) *Subsidiary Merger* adalah terjadi jika perusahaan anak dari *acquiring company* mengambil alih langsung harta dan kewajiban dari *target company* atau dengan kata lain, dalam *susidiary merger* perusahaan target akan bergabung dengan perusahaan anak dari *acquiring company*.
- 3) *Reserve Triangular Merger* adalah perusahaan anak dari *acquiring* yang disebut dengan *holding company* akan bergabung dengan *target company*. *Holding company* didirikan untuk tujuan khusus memiliki sebagian besar saham-saham perusahaan lain. Dengan

adanya penggabungan antara holding company dengan *target company*, maka berarti *target company* tadi selanjutnya telah menjadi anak perusahaan dari *acquiring company*.

b. Pengertian Akuisisi

Akuisisi merupakan penggabungan usaha dimana salah satu perusahaan yaitu pengakuisisi (*acquiring firm*) memperoleh kendali atas aktiva neto dan operasi perusahaan yang terakuisisi (*target firm*) dengan cara memberikan aktiva neto tertentu mengakui adanya suatu kewajiban atau pengeluaran saham (Ataina,1999). Berikut ini adalah gambar yang menunjukkan skema akuisisi:



Gambar 2. 2
Skema Akuisisi

c. Ditinjau dari struktur merger dan akuisisi dapat diklasifikasikan menjadi 3 (Kwik Kian Gie, 1992) yaitu :

- 1) Dalam bentuk penggabungan usaha, misalnya PT AA membeli semua *assets* dan *liabilities* PT AB.
- 2) Diciptakan sebuah *holding company*, misalnya PT AC didirikan untuk tujuan membeli PT AA dan PT AB.

- 3) Tidak melalui badan hukum yang merupakan *holding*, tetapi melalui perseorangan.
- d. Jika dilihat dari segi hubungan usaha perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dapat dibagi menjadi 3 macam : (Suparwoto, 1990)
- 1) Merger dan akuisisi horisontal terjadi antar perusahaan yang sejenis.

Misalnya : Bank merger dengan bank yang lain atau hotel dengan hotel.

Merger horisontal terutama untuk mengurangi persaingan, karena dengan cara demikian kendali atas keduanya berada pada orang yang sama.
 - 2) Merger dan akuisisi vertikal : Terjadi antara perusahaan yang bergerak dalam tahap-tahap proses produksi yang berbeda.

Misalnya : Penggabungan usaha perusahaan penerbangan dengan travel agen, perusahaan printing dengan perusahaan konveksi.
 - 3) Merger dan akuisisi konglomerat : Terjadi jika perusahaan yang bergabung tidak mempunyai keterkaitan usaha sama sekali atau bergerak dibidang yang berbeda.
- e. Menurut Hitt (2000), strategi merger menjadi suatu keputusan investasi eksternal yang memiliki beberapa kelebihan dibandingkan dengan investasi internal.
- 1) Kelebihan merger

- a). Proses lebih cepat dan murah (misalnya dengan mendirikan perusahaan yang sama sekali baru dan belum menjalankan aktivitas utamanya).
 - b). Lebih cepat mendatangkan keuntungan bagi *bidder* karena perusahaan target lebih beroperasi.
 - c). Dapat memperkuat struktur modal perusahaan dalam waktu relatif singkat.
 - d). Perusahaan dapat menghindari dari pembayaran pajak.
 - e). Perusahaan yang terlambat dapat saling melengkapi dan menutupi kekurangan masing-masing.
- 2) Kekurangan merger
- a). Merger horizontal (pada tingkat produksi yang sama) dapat menimbulkan persaingan yang tidak sehat antar perusahaan besar dan kuat dengan perusahaan kecil dan lemah.
 - b). Merger yang tidak terencana secara matang dan mendalam sering membawa kerugian yang cukup besar bagi *bidder* yang kurang menguasai bidang usaha dari perusahaan targetnya.
 - c). Merger yang dilakukan secara besar-besaran oleh *bidder* yang sama dapat menyebabkan pemusatan kekuatan eksternal pada satu tangan/kelompok.
 - d). Membuka peluang terjadinya rekayasa informasi dan finansial.
- f. Tujuan merger dan akuisisi

Merger dan akuisisi merupakan salah satu strategi untuk mencapai keberhasilan bisnis. Tujuan merger dan akuisisi dapat dibagi menjadi 2 (Heru Sutoyo,1992), yaitu :

1) Tujuan ekonomis

Berkaitan dengan usaha yang dilakukan perusahaan dalam jangka panjang terutama untuk meningkatkan profitabilitas dan menjaga kelangsungan hidupnya. Secara eksplisit tujuan ekonomi, misalnya: sebagai upaya memperluas jaringan distribusi dan pangsa pasar, memperoleh tim manajemen yang tangguh, memperoleh teknologi yang maju, meningkatkan diversifikasi produk, menyelamatkan perusahaan lain dari kebangkrutan dan lain sebagainya. Dengan kata lain, merger dan akuisisi dimaksudkan sebagai strategi perusahaan untuk meningkatkan efisiensi dan produktivitas.

2) Tujuan non ekonomis

Merger dan akuisisi juga dapat menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan. Bagi perusahaan yang kekuatan likuiditasnya terdesak oleh kreditur karena tak mampu lagi membayar cicilan uang dan bunganya, maka keputusan merger dan akuisisi dengan perusahaan yang kuat dibidang keuangan akan menyelamatkan perusahaan tersebut dari kebangkrutan. Dalam era kredit macet, maka banyak kasus merger terjadi antar bank pemberi pinjaman dengan debiturnya yang hampir bangkrut.

g. Manfaat merger dan akuisisi

Kwik Kian Gie (1992) manfaat merger dan akuisisi adalah :

1) Komplementaritas.

Penggabungan dua perusahaan sejenis atau lebih secara horisontal dapat menimbulkan dampak secara sinergis yang ditimbulkan karena adanya sifat saling melengkapi (komplementaritas). Sedangkan bentuk sinergi penggabungan perusahaan dapat berupa perluasan produk, transfer teknologi, mempunyai SDM yang tangguh dan sebagainya. Sinergi terjadi jika 2 ditambah 2 tidak sama dengan 4 tetapi lebih besar dari 4. mengapa $2 + 2 > 4$? karena adanya *synergistic effect* dari :

- a) *Operating economies*, artinya *operating economies* terjadi *economic of scale* pada manajemen, pemasaran, produksi dan distribusi. *Economic of scale* menyebabkan biaya-biaya yang ditanggung per unit produk dapat diturunkan.
- b) *Financial economies*, termasuk biaya transaksi keuangan lebih rendah, posisi keuangan yang lebih kuat dan rating yang lebih baik dari analisis sekuritas.
- c) *Differential efficiency* adalah kondisi dimana manajemen disuatu perusahaan tidak efisien, bila manajemen diganti setelah merger, perusahaan ini akan memiliki kinerja yang lebih baik.

d) *Increased market power* adalah meningkatnya kekuatan pasar suatu perusahaan setelah merger karena berkurangnya persaingan (jumlah perusahaan sejenis).

Dengan adanya *sinergistic effect* tersebut menyebabkan perusahaan untuk melakukan restrukturisasi. Adapun strategi yang dipilih yaitu merger dan akuisisi dengan tujuan merealisasikan sinergi yang menjanjikan itu.

2) Penggabungan kekuatan.

Poling kekuatan terjadi jika perusahaan yang terlibat dalam merger dan akuisisi merupakan perusahaan yang terlampau kecil untuk punya fungsi-fungsi penting bagi perusahaannya.

Misal : perusahaan yang mampu membangun fungsi *Research and Development* (R&D) akan lebih efektif jika bergabung dengan perusahaan lain yang memiliki fungsi tersebut.

3) Mengurangi persaingan.

Penggabungan usaha ini dapat menimbulkan *Economic of Scale* atau skala ekonomis bagi perusahaan yang terlampau kecil, sehingga hasilnya optimal. Disamping efisiensi perusahaan terjaga, dengan adanya penggabungan perusahaan mengakibatkan pemusatan pengendalian, sehingga dapat mengurangi pesaing.

h. Penyalahgunaan merger dan akuisisi

Merger dan akuisisi dapat menimbulkan manfaat juga dapat dijadikan sebagai sarana penipuan perusahaan-perusahaan besar

terhadap perusahaan yang kecil dan lemah atau terhadap masyarakat publik. Bentuk penyalahgunaan merger dan akuisisi adalah sebagai berikut :

1) Sarana pencaplokkan

Dalam suatu negara yang belum mempunyai undang-undang Anti Monopoli, seperti Indonesia, maka merger dan akuisisi menjadi alat bagi perusahaan besar dan kuat untuk mencaplok perusahaan kecil dan lemah. Akibat dari merger dan akuisisi adalah banyak perusahaan-perusahaan yang dimiliki oleh satu orang, yang dikenal dengan nama konglomerat. Dalam kondisi seperti ini, maka selanjutnya akan menimbulkan suatu oligopoli.

2) Sarana penipuan

Penyembunyian dan pengelabuan terhadap publik. Bagi perusahaan konglomerat, merger dan akuisisi dapat dijadikan sarana penipuan oleh perusahaan terhadap publik. Praktek-praktek semacam dapat terungkap lewat pelaporan keuangan oleh perusahaan yang telah melakukan *go public*. Menjelang *go public* perusahaan mengkatrol penjualan atau labanya, dengan cara menjual ke perusahaan lain yang masih termasuk grupnya, dan bukan penjualan langsung untuk konsumen. Produk yang terjual sebenarnya masih menumpuk di perusahaan milik sendiri, tetapi publik sulit untuk melacak karena perusahaan penjual bukan perusahaan publik, sehingga tidak ada kewajiban untuk

mempublikasikan laporan keuangannya, kecuali untuk pemerintah dalam hal penetapan pajak. Pada saat dilakukan *go public*, masyarakat memborong *securities* yang ditawarkan dengan berani membayar mahal, karena melihat prospeknya yang baik, tetapi yang terjadi bahkan sebaliknya pada waktu berikutnya.

3) Penggelapan hasil *go public*

Uang hasil dari *go public* dapat disalah gunakan oleh pemilik perusahaan, dengan berkedok merger dan akuisisi. Misalnya hasil *go public* dibelikan assets atau perusahaan dengan harga yang terlampaui tinggi. Tindakan ini bukan karena pemiliknya bodoh, tetapi bahkan terlalu pandai, sehingga penipunya pun sulit diungkap. Selisih harga yang besar menjadi milik pribadi.

4) Sarana untuk *back door listing* atau mendaftarkan lewat pintu belakang.

Perusahaan yang akan *go public* seharusnya perusahaan yang betul-betul sehat, tetapi bagi negara-negara yang belum mempunyai aturan yang mengatur bahwa perusahaan yang dibeli perusahaan juga perusahaan terbuka telah *go public*, seperti Indonesia, maka sering terjadi perusahaan *non public* yang tidak sehat pun sedang *listing* di pasar modal dan tentu masyarakat yang dirugikan.

5) Sarana untuk *income smooting* dengan *creative accounting*

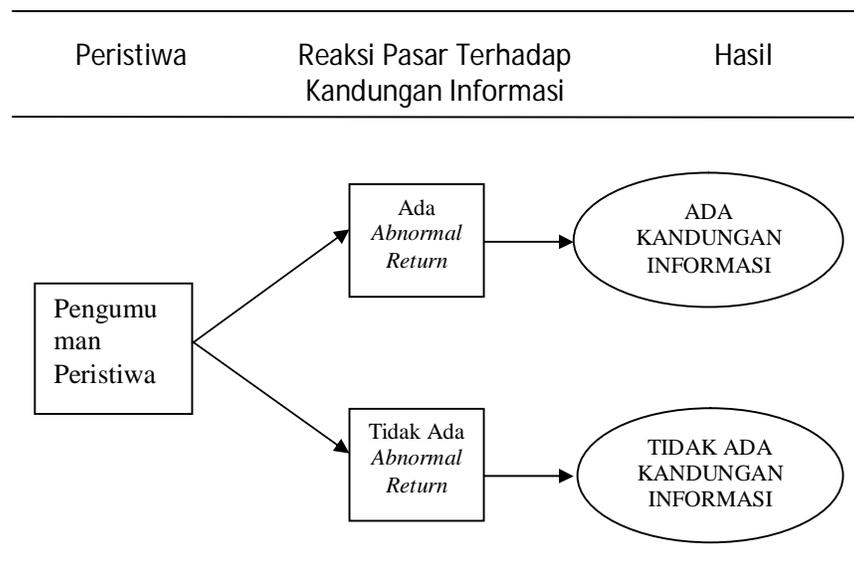
Income smooting adalah upaya manajemen untuk mengatur tingkat laba yang diinginkan dengan bermain pada kebijakan akuntansi perusahaannya atau grupnya. Bagi perusahaan konglomerat, pemilik dapat mengatur perusahaan tertentu laba atau dapat merugi, dan jika perusahaan tersebut termasuk perusahaan publik, dengan alasan merugi maka tidak membagikan deviden. *Income smooting* semacam ini dijadikan alat untuk menipu pemegang saham (minoritas) mencari alasan untuk tidak membagikan deviden.

6. *Event Study*

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto 2003:410).

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya

perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar seperti tampak di gambar 2.1 dibawah ini :



Gambar 2. 3
Kandungan Informasi Suatu Pengumuman

B. Penelitian Terdahulu

Pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rahmawati dan Tandelilin (2001) meneliti bahwa pengumuman merger dan akuisisi mempunyai pengaruh terhadap *return* saham di seputar hari pengumuman

merger dan akuisisi yang menghasilkan *return* berbeda antara perusahaan pengakuisisi dan perusahaan target. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa *abnormal return* yang diterima oleh perusahaan target (*target firm*) lebih tinggi apabila dibandingkan dengan *abnormal return* yang diterima oleh perusahaan pengakuisisi (*acquiring firm*).

Sedangkan Wansley, Lane dan Yang (1983) menguji *abnormal return* pada perusahaan yang melakukan merger pada tanggal sekitar pengumuman merger. Penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan nyata *abnormal return* sebelum dan sesudah merger.

Weston dan Chung (1983) juga melakukan penelitian tentang *abnormal return* pada periode sebelum dan sesudah proses merger yang dilakukan pada saat tanggal pengumuman.

Sutrisno dan Sumarsih (2004) melakukan penelitian pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara CAAR dan AAR pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi secara internal maupun eksternal sebelum dan sesudah merger dan akuisisi.

Penelitian yang dilakukan oleh Kirchhoff, Schiereck dan Mentz (2006) pada lembaga keuangan real estat pada implikasi dari 69 nilai domestik dan lintas-batas merger dan akuisisi (M & A). Penelitian menunjukkan tidak ada yang signifikan dari *abnormal return* yang diperoleh para pemegang saham

dari bidder dalam interval yang dianalisis. CAR sedikit negatif di dua dari empat periode jendela, dan positif dalam sisa dua.

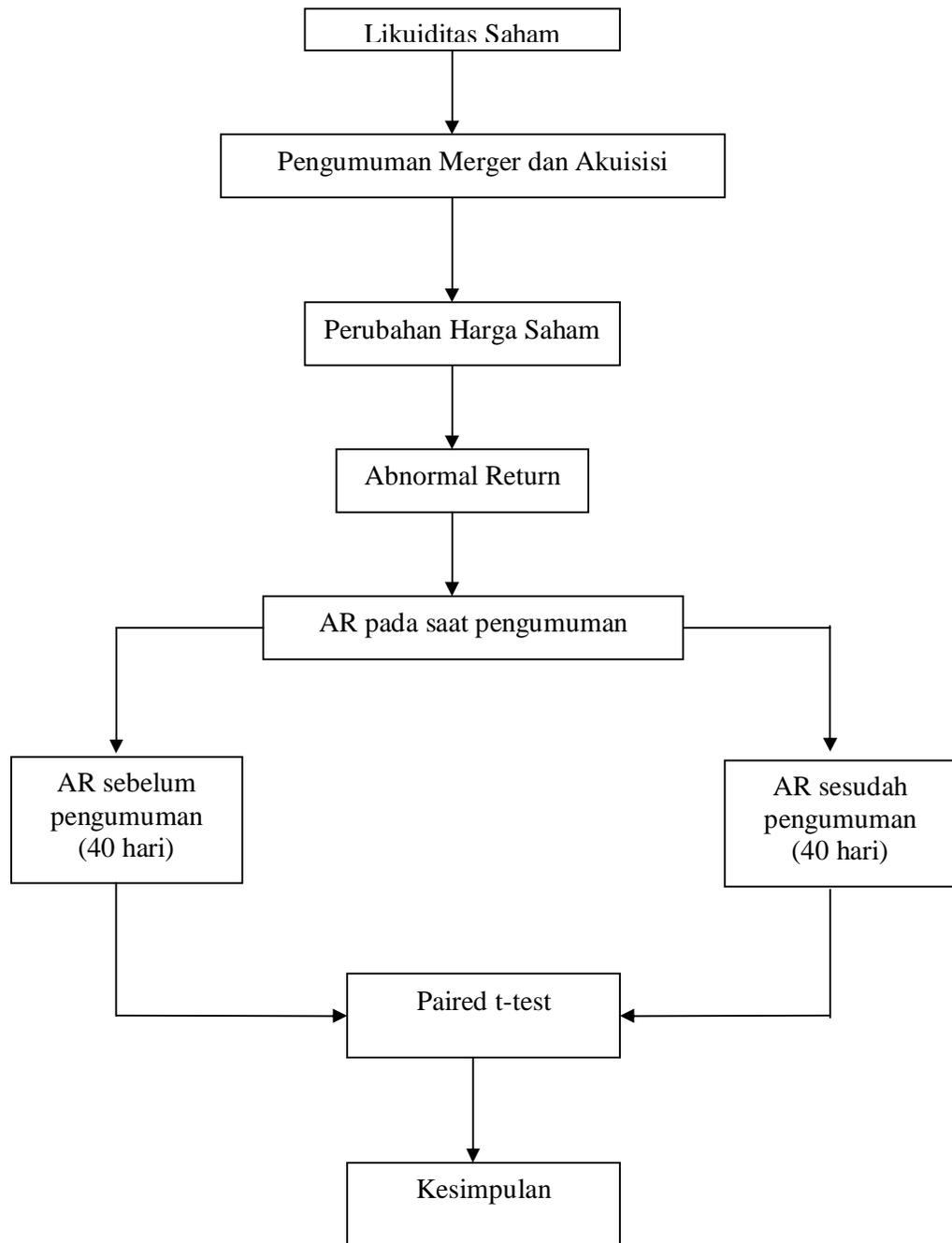
Elango (2006) melakukan penelitian pada perusahaan AS di industri asuransi. Secara keseluruhan hasil studi yang dilakukan menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan akuisisi di luar negeri, *return* pasar negatif secara statistik tidak signifikan

Mahmud, Dilip, Howard dan Xiaoli (2007) melakukan penelitian tentang merger dan akuisisi pada perusahaan Farmasi Amerika periode 1981-2004. Hasilnya proses akuisisi mempunyai dampak positif terhadap *return* saham perusahaan.

C. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dan transfer informasi intra industri dari suatu pengumuman merger dan akuisisi, selain itu riset ini melihat reaksi terhadap pengumuman tersebut yang diukur dengan menggunakan *abnormal return* saham perusahaan. Penelitian ini akan membandingkan *return* saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada perusahaan *go public* yang dijadikan sampel ini untuk masa sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi. Untuk mengamati pengaruh keputusan adanya merger dan akuisisi ini dengan mengamati *return* saham disekitar kejadian (40 hari sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan akuisitor tersebut).

Untuk memperjelas pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* dapat dilihat pada bagan kerangka pemikiran dibawah ini :



Gambar 2. 4
Kerangka Pemikiran

D. Hipotesis

Berdasarkan teori-teori yang sudah diuraikan diatas dan mengacu pada hasil penelitian terdahulu maka penelitian ini menguji hipotesis sebagai berikut :

- H₁ : Terdapat rata-rata *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi.
- H₂ : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

A. Populasi dan sampel

1. Populasi

Populasi adalah totalitas dari semua objek atau individu yang memiliki karakteristik tertentu, jelas dan lengkap yang akan diteliti (Hasan, 2002). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2008.

2. Sampel

Sampel adalah sebagian atau wakil populasi yang diteliti (Suharsimi, 1998). Sampel yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang melakukan merger dan akuisisi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2008. Perusahaan yang dijadikan sampel meliputi sektor industri barang konsumsi, sektor aneka industri, dan sektor keuangan.

Kriteria sampel penelitian adalah sebagai berikut :

- a. Perusahaan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode sebelum dan sesudah melakukan merger dan akuisisi, serta sahamnya aktif diperdagangkan di BEI pada periode disekitar merger dan akuisisi.

- b. Perusahaan melakukan aktivitas merger dan akuisisi dalam kurun waktu 2005-2008.
- c. Mengumumkan aktivitas merger dan akuisisi dalam kurun waktu 2005-2008.

Berdasarkan kriteria diatas diperoleh 4 sampel perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi periode 2005-2008, yaitu :

a. Akuisisi :

- 1) PT. Kalbe Farma Tbk. (KLBF) mengakuisisi PT. Dankos Tbk. (DNKS) dan PT. Enseval Putra MegaTrading (EPMT)
- 2) PT Selamat Sempurna (SMSM) mengakuisisi PT. Adhichandra Automotive Product (ACAP).
- 3) PT. BAT INDONESIA (BATI) mengakuisisi PT. Rothmans of Pall Mall Indonesia

b. Merger :

- 4) Bank Niaga dan Lippo Bank melakukan merger menjadi PT BANK CIMB NIAGA TBK.

B. Metode Pengambilan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh langsung dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini :

- 1. Daftar perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 2005-2008 yang diperoleh dari *IDX*.

2. Return harian saham-saham yang melakukan merger dan akuisisi yaitu 40 hari sebelum dan 40 hari sesudah melakukan merger dan akuisisi yang diperoleh dari *IDX Statistics*.
3. Indeks Harga Saham Gabungan tahun 2005-2008 diperoleh dari *IDX Statistics*.

C. Metode Analisis Data

1. Analisis Kualitatif

Metode analisis kualitatif adalah sebuah metodologi penelitian yang didalamnya mencakup pandangan-pandangan filsafah mengenai *dicipline inquiry* yang ada pada studi ilmu-ilmu sosial dan tingkah laku. Metode analisis ini dinyatakan dalam bentuk uraian dan tidak berupa angka-angka. Digunakan untuk menganalisis dengan menggunakan penjelasan sebagai pelengkap dan penyempurna dalam analisis (Saipah Faisal, 1990). Analisis kualitatif menjelaskan dan menginterpretasikan hasil perhitungan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah adanya pengumuman penggabungan usaha.

2. Analisis Kuantitatif

Analisis kuantitatif menurut Y.Slamet (1993) digunakan untuk menganalisis masalah yang dapat diwujudkan dalam jumlah tertentu. Alat analisis yang digunakan *event study* yang bertujuan untuk mengamati pergerakan di pasar modal akibat pengumuman merger dan akuisisi selama periode pengujian. Pergerakan harga saham tersebut dapat

digunakan untuk mencari *abnormal return* saham perusahaan akuisitor pada waktu sebelum pengumuman, saat pengumuman, dan setelah pengumuman merger dan akuisisi.

Beberapa alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- a. Menghitung *actual return* dari masing-masing saham perusahaan akuisitor dalam kurun waktu 80 hari bursa yaitu 40 hari sebelum tanggal pengumuman dan 40 hari setelah tanggal pengumuman merger dan akuisisi dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana :

R_{it} = *return* saham i pada hari t

P_{it} = harga saham i pada hari t

P_{it-1} = harga saham i pada hari t-1

- b. Menghitung *return* pasar saham harian dengan rumus :

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana :

R_{mt} = *return pasar*

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke t-1

- c. Menghitung *Abnormal Return* (AR) dengan rumus :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Dimana :

AR_{it} = *Abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *Actual return* untuk saham i

R_{mt} = *return saham* pada hari ke t

- d. Menghitung *Cummulative Abnormal Return* (CAR) harian tiap-tiap saham selama periode kejadian.

$$CAR_{it} = \sum_{t=-40}^{t=+40} AR_{it}$$

Dimana :

CAR_{it} = *Cummulative Abnormal Return* saham i pada hari ke t

AR_{it} = *Abnormal Return* saham i pada hari ke t

- e. Menghitung rata-rata *abnormal return* saham pada hari ke t dengan rumus :

$$\overline{AR}_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

Keterangan :

\overline{AR}_{nt} = rata-rata jumlah *abnormal return* saham i pada hari ke t

n = jumlah seluruh saham perusahaan target yang diteliti

- f. Menghitung *Cummulative Average Abnormal Return* portofolio (CAAR) dengan rumus :

$$CAAR = \sum_{t=-40}^{t=+40} AR_{it}$$

D. Metode Analisis Hipotesis

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak (Singgih Santoso, 2000:72). Analisis ini digunakan untuk melihat apakah variabel *abnormal return* (AR) mempunyai distribusi normal atau tidak.

2. Untuk menguji hipotesis 1 menggunakan uji One Sample T-test.

Uji One Sample T-test menggunakan taraf signifikan sebesar 5%, apabila dari pengukuran sampel diperoleh taraf signifikan α observasi dari statistik (t-test) yang kurang dari α , maka dinyatakan terdapat rata-rata *abnormal return* (AAR) yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi

3. Untuk menguji hipotesis 2 menggunakan uji Paired Sample T-test.

Analisis *paired sample t-test* digunakan untuk menguji apakah dua sampel berpasangan, apakah mempunyai rata-rata yang secara nyata berbeda atau tidak (Singgih Santoso, 2001:161). Sampel berpasangan adalah sampel dengan subyek yang sama namun mengalami dua perlakuan dan pengukuran yang berbeda. Analisis ini digunakan untuk

mengetahui perbedaan rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Uji Paired Sample T-test menggunakan taraf signifikan sebesar 5%, apabila dari pengukuran sampel diperoleh taraf signifikan α observasi dari statistik (t-test) yang kurang dari α , maka dinyatakan ada perbedaan rata-rata *abnormal return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Adapun kriteria pengujian hipotesis pertama dan kedua adalah sebagai berikut :

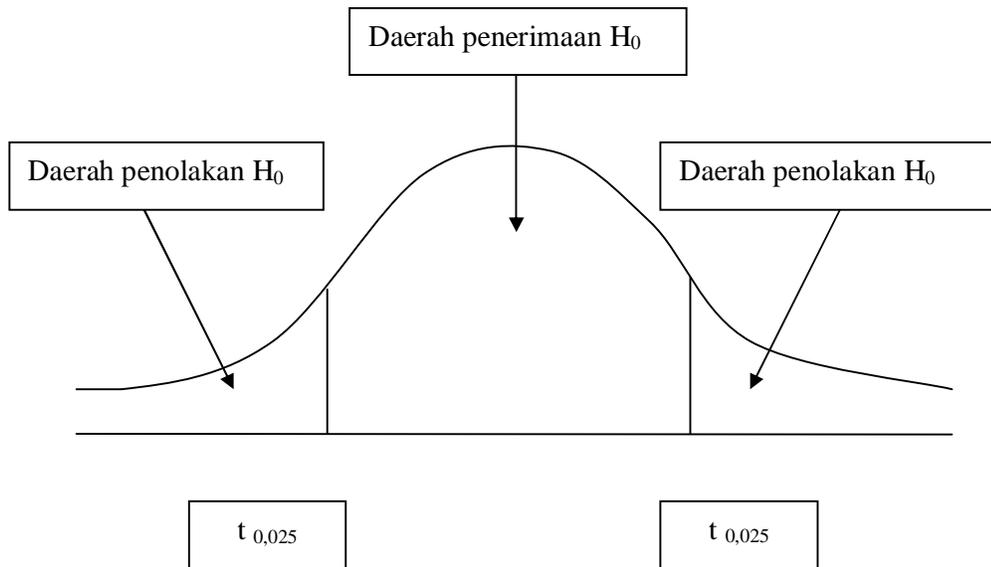
Buat Aturan Pengambilan Keputusan. Keputusan diambil dengan jalan membandingkan nilai t-hitung dengan t-tabel.

- a. Jika $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$, maka H_0 diterima, artinya tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.
- b. Jika $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$, maka H_0 ditolak, artinya terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Asumsi pengujian :

- a. Taraf signifikan (α) adalah 5%
- b. Derajat kebebasan (df) adalah (n-1)
- c. Uji dua sisi

Pengambilan keputusan dapat dijelaskan pada gambar 3.1.



Gambar 3. 1
Daerah Penerimaan dan Penolakan H_0 Uji-t

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek dalam penelitian ini adalah Bursa Efek Indonesia (BEI) yang juga dikenal dengan nama *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Sekuritas yang diperdagangkan di BEI adalah saham preferen (*Preferred Stock*), saham biasa (*Common Stock*), hak (*Rights*), dan obligasi konvertibel (*Convertible Bonds*). Bursa Efek Indonesia dipilih sebagai tempat penelitian karena merupakan bursa efek terbesar di Indonesia. Dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI diambil 4 perusahaan *bidder* yang melakukan Merger dan Akuisisi yang akan digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini.

Teknik yang digunakan untuk pemilihan sampel adalah dengan metode *purposive sampling* dan dianalisa menggunakan *Market Adjusted Model*. Model ini menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut, sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. Pengujian adanya *abnormal return* tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas secara *cross-section* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa (Jogiyanto, 2003:446).

B. Analisis Hasil Penelitian

1. Statistik Deskriptif

Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah pengumuman merger dan akuisisi memiliki kandungan informasi yang berpengaruh terhadap perubahan *return* dan *abnormal return* saham di sekitar hari pengumuman. Adapun hasil perhitungan statistik deskriptif terlihat pada tabel Tabel 4. 1

Tabel 4. 1
Statistik Deskriptif AAR

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR	81	.077783552	-.028142049	.049641503	-.00006357090	.014164919198
Valid N (listwise)	81					

Sumber : Data Yang diolah

Terlihat dari tabel 4.1 mean dari *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi sebesar - 0.00006357090, nilai minimum *Average Abnormal Return* (AAR) sebesar -0.028142049 dan nilai maximum *Average Abnormal Return* (AAR) sebesar 0.049641503

Sampel pada penelitian ini adalah 4 saham yang *listing* di BEI yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 2005-2008.

2. Pengujian Hipotesis

a. Uji normalitas

Uji Normalitas pada suatu data sangat diperlukan dalam penggunaan analisis parametrik. Untuk menguji normalitas distribusi populasi yang diajukan hipotesis sebagai berikut :

H_0 = Data berasal dari populasi berdistribusi Normal

H_1 = Data berasal dari populasi yang tidak terdistribusi Normal

Tabel 4. 2
Uji Normalitas

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
AAR	.071	81	.200(*)	.976	81	.128

* This is a lower bound of the true significance.

a Lilliefors Significance Correction

Sumber : Data Yang diolah

Dari Tabel 4.2 diperoleh *Sig.* pada uji Kolmogorov-Smirnov sebesar 0,200. Kriteria yang digunakan yaitu H_0 apabila *Sig.* lebih dari tingkatan *alpha* yang ditentukan. Karena *Sig.* = 0,200 > 0,05 maka H_0 diterima. Artinya data AAR merupakan data yang terdistribusi normal.

b. Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian untuk hipotesis yang diajukan oleh peneliti yaitu apakah terdapat rata-rata *abnormal return* yang signifikan di seputar pengumuman merger dan akuisisi terlihat pada tabel 4.3 yang merupakan tabel perhitungan nilai CAAR, AAR, Kesalahan Standar Estimasi (KSE) dan t-hitung.

Tabel 4. 3
CAAR, AAR, KSE, t-hitung

HARI KE-	CAAR	AAR	KSE	t-hitung	Keterangan
-40	-0.030060664	-0.007515166	0.004884077	-1.333	Tdk signifikan
-39	-0.021217995	-0.005304499	0.006423055	-0.715	Tdk signifikan
-38	-0.030424214	-0.007606054	0.002125042	-3.100	Signifikan
-37	0.044584798	0.0111462	0.003147883	3.066	Signifikan
-36	0.000389845	9.74613E-05	0.004000813	0.021	Tdk signifikan
-35	-0.003959387	-0.000989847	0.005789913	-0.148	Tdk signifikan
-34	0.020192578	0.005048145	0.005676342	0.770	Tdk signifikan
-33	-0.024249665	-0.006062416	0.010037263	-0.523	Tdk signifikan
-32	0.088341696	0.022085424	0.006894392	2.774	Signifikan
-31	-0.015379474	-0.003844869	0.005487892	-0.607	Tdk signifikan
-30	0.076435739	0.019108935	0.015580053	1.062	Tdk signifikan
-29	-0.009369372	-0.002342343	0.010856831	-0.187	Tdk signifikan
-28	-0.022407932	-0.005601983	0.004223074	-1.149	Tdk signifikan
-27	-0.086110573	-0.021527643	0.017179153	-1.085	Tdk signifikan
-26	0.031407945	0.007851986	0.009336885	0.728	Tdk signifikan
-25	-0.068397687	-0.017099422	0.006317284	-2.344	Tdk signifikan
-24	0.039982136	0.009995534	0.009798042	0.883	Tdk signifikan
-23	-0.028653814	-0.007163454	0.006027426	-1.029	Tdk signifikan
-22	-0.081977021	-0.020494255	0.017033846	-1.042	Tdk signifikan
-21	0.099887575	0.024971894	0.013644034	1.585	Tdk signifikan
-20	0.001916538	0.000479135	0.003157898	0.131	Tdk signifikan
-19	-0.034123904	-0.008530976	0.005548767	-1.331	Tdk signifikan
-18	-0.076185700	-0.019046425	0.008916294	-1.850	Tdk signifikan
-17	0.015728543	0.003932136	0.00430675	0.791	Tdk signifikan
-16	0.013494311	0.003373578	0.006316653	0.463	Tdk signifikan
-15	-0.082716719	-0.02067918	0.012410573	-1.443	Tdk signifikan
-14	0.026387638	0.00659691	0.002982224	1.916	Tdk signifikan
-13	-0.063808282	-0.015952071	0.013752901	-1.005	Tdk signifikan
-12	-0.080587483	-0.020146871	0.010873798	-1.605	Tdk signifikan
-11	0.069232196	0.017308049	0.019647312	0.763	Tdk signifikan
-10	-0.112568195	-0.028142049	0.009364217	-2.603	Signifikan
-9	0.034732894	0.008683224	0.007098683	1.059	Tdk signifikan
-8	0.032338255	0.008084564	0.008372507	0.836	Tdk signifikan
-7	-0.085709640	-0.02142741	0.009929572	-1.869	Tdk signifikan

-6	0.070447935	0.017611984	0.018469341	0.826	Tdk signifikan
-5	-0.029142840	-0.00728571	0.006344172	-0.995	Tdk signifikan
-4	0.051861962	0.012965491	0.003772776	2.976	Signifikan
-3	0.019163328	0.004790832	0.009488258	0.437	Tdk signifikan
-2	0.028974688	0.007243672	0.01165429	0.538	Tdk signifikan
-1	-0.016188184	-0.004047046	0.003961637	-0.885	Tdk signifikan
0	-0.056548180	-0.014137045	0.021889536	-0.559	Tdk signifikan
1	-0.028954868	-0.007238717	0.007276125	-0.862	Tdk signifikan
2	0.098767841	0.02469196	0.016644992	1.285	Tdk signifikan
3	0.018172679	0.00454317	0.004779677	0.823	Tdk signifikan
4	0.046378237	0.011594559	0.022802038	0.440	Tdk signifikan
5	-0.003090195	-0.000772549	0.003225951	-0.207	Tdk signifikan
6	-0.062636140	-0.015659035	0.007300458	-1.858	Tdk signifikan
7	0.016669881	0.00416747	0.003882366	0.930	Tdk signifikan
8	-0.038117078	-0.00952927	0.009719452	-0.849	Tdk signifikan
9	0.065147376	0.016286844	0.016536484	0.853	Tdk signifikan
10	-0.025477093	-0.006369273	0.004217538	-1.308	Tdk signifikan
11	-0.036991340	-0.009247835	0.008278604	-0.967	Tdk signifikan
12	0.087243718	0.02181093	0.016671516	1.133	Tdk signifikan
13	-0.077637854	-0.019409464	0.012593902	-1.335	Tdk signifikan
14	0.006812519	0.00170313	0.02882427	0.051	Tdk signifikan
15	-0.007090806	-0.001772702	0.004773785	-0.322	Tdk signifikan
16	0.018043225	0.004510806	0.005285037	0.739	Tdk signifikan
17	-0.029906561	-0.00747664	0.005281692	-1.226	Tdk signifikan
18	0.000975930	0.000243982	0.005458914	0.039	Tdk signifikan
19	-0.020798799	-0.0051997	0.008601472	-0.524	Tdk signifikan
20	-0.026658660	-0.006664665	0.005444453	-1.060	Tdk signifikan
21	0.019068321	0.00476708	0.004063468	1.016	Tdk signifikan
22	-0.000375261	-9.38153E-05	0.007287602	-0.011	Tdk signifikan
23	0.080851812	0.020212953	0.01234796	1.418	Tdk signifikan
24	-0.069102171	-0.017275543	0.01126027	-1.329	Tdk signifikan
25	0.047977746	0.011994437	0.015946881	0.651	Tdk signifikan
26	-0.001881879	-0.00047047	0.006731917	-0.061	Tdk signifikan
27	0.064720010	0.016180003	0.008378514	1.672	Tdk signifikan
28	-0.042903319	-0.01072583	0.017152663	-0.542	Tdk signifikan
29	0.020840378	0.005210095	0.005835097	0.773	Tdk signifikan
30	0.008139526	0.002034882	0.007372277	0.239	Tdk signifikan
31	0.031478484	0.007869621	0.010157584	0.671	Tdk signifikan
32	0.140113573	0.035028393	0.027613202	1.099	Tdk signifikan
33	-0.056235559	-0.01405889	0.012117027	-1.005	Tdk signifikan
34	0.012188152	0.003047038	0.014890449	0.177	Tdk signifikan
35	-0.042613824	-0.010653456	0.007776591	-1.186	Tdk signifikan
36	-0.006158448	-0.001539612	0.004675466	-0.285	Tdk signifikan
37	0.198566012	0.049641503	0.030392413	1.415	Tdk signifikan
38	-0.108124217	-0.027031054	0.011449373	-2.045	Tdk signifikan
39	0.001279765	0.000319941	0.006339003	0.044	Tdk signifikan
40	0.021441537	0.005360384	0.001644375	2.823	Signifikan

Keterangan : signifikan pada tingkat 5 %

Pada tabel 4. 3 nilai rata-rata *abnormal return* (AAR) bertanda negatif lebih besar dibanding AAR bertanda positif. AAR bertanda negatif sebanyak 41 hari pengamatan yaitu 50,62% untuk periode pengamatan 81 hari, sedangkan sisanya 49,38 % memiliki tanda positif. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pemegang perusahaan akuisitor tidak memperoleh keuntungan dari aktivitas merger dan akuisisi, atau rata-rata *abnormal return* (AAR) positif diperoleh pemegang saham perusahaan akuisitor disepertar tanggal pengumuman merger dan akuisisi.

Dari tabel 4.3 terlihat bahwa *abnormal return* muncul pada 81 hari perdagangan selama *event period*, tetapi tidak semuanya signifikan. Pada periode peristiwa terdapat rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada level 5%, yaitu pada hari t-38, t-37, t-32, t-10, t-4 dan t+40.

Pada table 4.3 juga menunjukkan pada waktu merger dan akuisisi diumumkan (t=0), rata-rata *abnormal return* negatif tetapi tidak signifikan, hal ini menunjukkan pada hari tersebut investor atau pasar sudah tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

c. Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua yaitu untuk mengetahui apakah ada perbedaan rata-rata *abnormal return* perusahaan *bidder* pada periode sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan *Paired Sample t-Test* dengan bantuan program *SPSS 15.0 for windows*.

Langkah awal yaitu membagi rata-rata *abnormal return* perusahaan *bidder* ke dalam dua kelompok yaitu 40 hari sebelum pengumuman dan 40 hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi dengan menghilangkan hari ke nol atau pada saat pengumuman merger dan akuisisi.

Tabel 4.4 berikut adalah hasil uji beda rata-rata dengan *Paired Sample t-Test*.

Tabel 4. 4
Pengujian Paired Sample T-test

Variabel	Jumlah sampel (N)	t-hitung	Taraf signifikansi	Keterangan
AAR Sebelum	40	-1,187	0,242	Paired sample t-test
AAR Sesudah	40			

Sumber : Data Yang diolah

Dari tabel 4.3 diperoleh hasil nilai t-hitung sebesar -1,187 dan taraf signifikansi observasinya sebesar 0,242. Berdasarkan aturan

pengambilan keputusan maka hipotesis kedua dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi karena dari pengujian Paired Sample T-test diatas menghasilkan nilai t-hitung = $-1,187 < t\text{-tabel} = 2,024$ serta taraf signifikansi observasinya = $0,242 > \alpha = (0,05)$.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Sutrisno dan Sumarsih (2004) yang mengatakan bahwa tidak ada pengaruh signifikan merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara CAAR dan AAR pada perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi secara internal maupun eksternal sebelum dan sesudah merger dan akuisisi. Serta mendukung penelitian Kirchoff at.al (2006) juga menyatakan bahwa tidak ada yang signifikan dari *abnormal return* yang diperoleh para pemegang saham dari *bidder* dalam interval yang dianalisis.

C. Pembahasan

Adapun hasil yang diperoleh dari analisis data yang telah dilakukan dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Dari hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* menunjukkan hasil bahwa perbandingan antara rata-rata *abnormal return* (AAR) positif dan negatif adalah 49,38% : 50,62% pada seputar pengumuman merger dan akuisisi. Hasil tersebut berarti bahwa pada periode seputar merger dan akuisisi, pemegang saham perusahaan *bidder* tidak memperoleh

keuntungan dari aktivitas merger dan akuisisi, atau rata-rata *abnormal return* (AAR) positif diperoleh pemegang saham perusahaan *bidder* diseperti tanggal pengumuman merger dan akuisisi.

2. Hasil perhitungan t-hitung untuk rata-rata *abnormal return* (AAR) menunjukkan hasil terdapat 6 hari dalam periode peristiwa dimana rata-rata *abnormal return* (AAR) yang signifikan pada level 5%, yaitu pada hari t-38, t-37, t-32, t-10, t-4 dan t+40. Dengan hasil yang signifikan tersebut maka penelitian ini mendukung alternatif pertama yaitu :

H₁ : Terdapat rata-rata *abnormal return* yang signifikan di
seputar pengumuman merger dan akuisisi.

3. Adanya *abnormal return* yang signifikan berarti mengindikasikan bahwa merger dan akuisisi mengandung informasi. Sedangkan *abnormal return* yang tidak signifikan berarti *abnormal return* tersebut tidak mengandung muatan informasi.
4. Hasil pengujian hipotesis kedua dengan menggunakan *Paired Sample t-Test*, diperoleh nilai t-hitung (-1,187) lebih kecil dari t-tabel (2,024) maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi yang diperoleh perusahaan *bidder*. Dengan hasil yang tidak signifikan maka penelitian ini tidak mendukung hipotesis alternatif kedua yaitu :

H₂ : Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini bertujuan memberikan kesimpulan terhadap hasil-hasil yang diperoleh yang diikuti dengan keterbatasan penelitian dan saran penelitian baik bagi peneliti yang akan datang maupun bagi perusahaan. Berikut ini adalah penjelasannya.

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian analisis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pengujian hipotesis 1 (pertama) dengan menggunakan uji *One Sample T-Test* menunjukkan hasil bahwa terdapat rata-rata *abnormal return* saham perusahaan *bidder*. Hal ini terbukti dengan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan pada hari t-38 dan t-10 dan *abnormal return* positif yang signifikan pada hari t-37, t-32, t-4 dan t+40. Apabila diperoleh *abnormal return* yang positif berarti terdapat peningkatan kemakmuran pemegang saham dan sebaliknya jika *abnormal return* bernilai negatif berarti terjadi penurunan kemakmuran pemegang saham.

2. Rata-rata *abnormal return* (AAR) bertanda negatif lebih besar dibanding AAR bertanda positif. AAR bertanda negatif sebanyak 41 hari pengamatan yaitu 50,62% untuk periode pengamatan 81 hari, sedangkan sisanya 49,38% memiliki tanda positif. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa pemegang perusahaan akusitor tidak memperoleh tambahan kemakmuran dari aktivitas merger dan akuisisi, atau rata-rata *abnormal return* (AAR) positif diperoleh pemegang saham perusahaan akusitor diseperti tanggal pengumuman merger dan akuisisi.
3. Hasil perhitungan uji beda rata-rata menunjukkan bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$, dan taraf signifikan observasinya $> 5\%$, sehingga rata-rata *abnormal return* saham sebelum pengumuman merger dan akuisisi tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* saham setelah pengumuman.

B. Keterbatasan Penelitian

Berikut ini adalah penjelasan terhadap keterbatasan penelitian yang bertujuan untuk memberikan pemahaman tentang ruang lingkup penelitian yang berpotensi menurunkan derajat keyakinan terhadap keakuratan hasil penelitian :

1. Penelitian ini dibatasi pada penggunaan penghitungan *abnormal return* dengan metode *market adjusted model*, dimana data yang digunakan

hanya data pada periode jendela dan tidak menggunakan data pada periode estimasi sehingga estimasi *return* suatu sekuritas hanya dihitung dari *return* indeks pasar.

2. Data primer yang digunakan pada penelitian ini diperoleh dari Indonesia Stock Exchange dengan menggunakan *return* harian pasar perusahaan *go public* periode 2005-2008 dimana pada periode tersebut kondisi pasar masih fluktuatif.

C. Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, saran yang dapat penulis berikan adalah sebagai berikut :

1. Bagi Emiten
 - a. Dalam penelitian ini terdapat beberapa saham yang memiliki *return* nol yang berarti terdapat beberapa saham yang kurang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia serta jumlah sampel perusahaan *bidder* yang terbatas. Dengan adanya keterbatasan ini disarankan untuk menggunakan atau memilih saham-saham yang aktif diperdagangkan serta menambah jumlah tahun pengamatan .
 - b. Bagi emiten informasi disepertar pengumuman sebelum dan sesudah merger dan akuisisi sangatlah penting, karena hal itu dapat mempengaruhi reaksi pasar yang timbul dan mempengaruhi perubahan harga saham serta seberapa besar *return* yang akan diperoleh perusahaan. Sehingga emiten sebaiknya mencari informasi yang akurat

karena dapat digunakan sebagai referensi untuk mengetahui besarnya kemakmuran yang akan diperoleh.

2. Bagi Peneliti yang akan datang
 - a. Dalam penelitian ini menggunakan *market adjusted model* dalam menghitung *abnormal return*. Oleh karena itu, sebagai pembanding dapat digunakan alternatif model lain yaitu model pasar (*market model*) dan model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*).
 - b. Bagi penelitian selanjutnya diharapkan lebih meningkatkan jangkauan penelitian dengan semakin meningkatkan periode penelitian dan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi *return* saham perusahaan. Misalkan dengan periode penelitian lebih dari empat tahun supaya hasil yang didapatkan lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Edisi Pertama, Jakarta, Media Soft Indonesia.
- Brigham, Eugene F., dan Joel F Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta. Erlanga..
- Bursa Efek Indonesia. Indonesian Capital Market Directory 2005. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. Indonesian Capital Market Directory 2006. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. Indonesian Capital Market Directory 2007. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. Indonesian Capital Market Directory 2008. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. IDX Statistics 2005. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. IDX Statistics 2006. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. IDX Statistics 2007. Jakarta.
- Bursa Efek Indonesia. IDX Statistics 2008. Jakarta.
- Dajan, Anto. 1996. *Pengantar Metode Statistik*. Jilid 1. Jakarta. LP3ES.
- Elango, B. 2006. "When does cross-border acquisition of insurance firms lead to value creation?" *Journal: [The Journal of Risk Finance](#)*. Vol: 7, issue: 4, page: 402 – 414.
- Fishman, M.J., and Hagerty K M. 1989. "Disclosure Decisions by Firms and The Competitions for Price Efficiency". *Journal of Finance*. Vol: 54, No.3 (july). Page: 633-646.
- Foster, George. 1994. *Financial Statement Analysis 2nd Editions*. New Jersey. Prentice Hall International.
- Halpern, P.J. 1983. *Corporate Acquisitions : A Theory of Special Case? A Review of Studies Applied to Acquisitions*.
- Hassan, Iqbal. 2002. *Metodologi Penelitian dan Aplikasinya*. Jakarta. Galia Indonesia.
- Hitt, Michael A., 2002. *Merger dan Akuisisi : Panduan Meraih Laba Bagi Pemegang Saham*. Rajagrafindo Persada.
- Jogiyanto H.M. 2000. *Teori dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta. BPFE.

- Jogiyanto H.M. 2008, *Teori dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta. BPFE.
- Kian Gie, kwik. 1997. *Penilaian Kelayakan Investasi dalam Keputusan Merger dan Akuisisi*.
- Kirchhoff, Marc., Schiereck Dirk., and Mentz Markus. 2006. "Market valuation of real estate finance mergers: a note". *Journal: [Journal of Property Investment & Finance](#)*. Vol: [24](#), issue: [1](#), page: 79 – 87.
- Mahmud, Hassan., K Patro Dilip., Tuckman Howard., and Wang Xiaoli. 2007. "Do merger and Acquisitions create shareholder wealth in the Pharmacetual Industry". *Journal: International journal of Pharmacetual and healthcare Marketing*, Vol:1, issues:1 page: 58-78.
- Morck, R., Shleifer A., and Vishny R. 1990. "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?". *Journal of Finance*, Vol:45, No.1 pp.31-48.
- Payamta. *Analisis Pengaruh Keputusan Merger dan Akuisisi Terhadap Perubahan Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. Akuisisi, Merger dan Delisting: Perubahan Kinerja, Dampak Pertimbangan Strategis, dan Efek Intra Industri*. SNA IV 2002.
- Rachmawati dan Tandelilin, *Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target Di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi, Vol.1, No.2, Agustus 2001: 153-170.
- Sanapiah, Faisal. 1990. *Penelitian Kualitatif Dasar dan Aplikasi*. Malang. Yayasan Asah Asih Asuh.
- Santosa, Singgih. 2000. *Buku Pelatihan SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta. PT. Elex Media Komputindo.
- Singarimbun, Masri. dan Sofyan Effendi. 2000. *Survey Metodologi Penelitian*. Jakarta. PT. Elex Media Komputindo.
- Slamet, Y. 1993. *Analisis Kuantitatif untuk Data Sosial*. Surakarta. Dabara Publisher.
- Suharsimi, Arikunto. 1998. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*. Jakarta. PT Rineke Cipta.
- Suparwoto, L. 1990. Yogyakarta. BPFE.
- Sutoyo, Heru. 1997. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan Jilid 1*. Jakarta. Salemba Empat.

- Sutrisno dan Sumarsih. 2004. *Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi Terhadap pemegang Saham di BEJ, Perbandingan Akuisisi Internal dan Eksternal*. JAAI. Vol: 8, No 2.
- Usman, Marzuki. Singgih Riphath., dan Syahrir Eka. 1997. *Pengetahuan Dasar Pasar Modal*. Jakarta, Institut Bankir Indonesia.
- Wansley, James W., William R Lane., and Ho C Yang. 1983. *Financial Management*. Tampa: Autum, Vol. 12, Edisi 3; pg. 16
- Weston, J Fred., and Thomas E Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan Terjemahan oleh Jaka Wasana dan Kibrandoko*. Edisi Kesembilan. Jilid 1. Jakarta. Binarupa Aksara.,
- Weston, J Fred., and Kwang.S Chung. 1983. *Mergers and Acquisitions*. Vol:18 Edisi 3; pg. 40, 9 pgs. Philadelphia