

Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan Akuisitor dan Non Akuisitor dalam Sektor Industri yang Sama di BEJ Periode Tahun 1998-2001

Barbara Gunawan

Email : Barbaragunawan@gmail.com

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

ABSTRACT

The aim of this study was to examine whether mergers and acquisitions were announced by the company akuisitor result in abnormal return for investors. This research using t test analysis in answering the research hypothesis. From the analysis conducted, it was found that a significant abnormal return when information about mergers and acquisitions the company announced. This indicates that merger and acquisition announcements containing charge information for market participants, which is indicated by the Average Abnormal Return significant acquired company's shareholders and non akuisitor akuisitor on announcements about mergers and acquisitions.

Key words: *Mergers, Acquisitions, Abnormal Return.*

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* bagi para investornya. Penelitian ini menggunakan analisis uji t dalam menjawab hipotesis penelitian. Dari hasil analisis yang dilakukan, ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan ketika informasi mengenai merger dan akuisisi perusahaan diumumkan. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengandung muatan informasi bagi pelaku pasar modal, yang ditunjukkan oleh adanya *Average Abnormal Return* yang signifikan yang diperoleh pemegang saham perusahaan akuisitor maupun non akuisitor pada seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Kata Kunci: Merger, Akuisisi, Abnormal Return.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Merger dan Akuisisi telah menjadi topik populer dalam beberapa tahun terakhir ini. Pada awalnya, peristiwa merger dan akuisisi hanya terbatas pada kalangan komunitas pelaku bisnis, namun sekarang masyarakat mulai *familiar* dengan dua terminologi ini.

Gelombang merger dan akuisisi pada awalnya bermunculan di Amerika sekitar tahun 1897-1904. Namun untuk kasus di Indonesia, gelombang merger dan akuisisi baru mulai sekitar tahun 1970-an. Merger dan akuisisi di Indonesia didominasi oleh perusahaan pengakuisisi yang telah *go public* dengan perusahaan target yang belum *go public* (Rachmawati, 2001).

Perubahan yang signifikan dalam lingkungan bisnis seperti globalisasi, deregulasi, kemajuan komputer dan telekomunikasi, fragmentasi pasar menciptakan persaingan yang sangat ketat. Perusahaan dapat berhasil apabila dapat mengantisipasi perubahan-perubahan tersebut. Dengan kata lain perusahaan tersebut harus memiliki keunggulan dalam bersaing. Agar dapat bersaing dalam perubahan yang terjadi, maka pemerintah perlu menetapkan strategi yang tepat. Strategi yang marak dilakukan saat ini oleh perusahaan untuk menghadapi perubahan yang ada salah satunya dengan melakukan merger.

Aktivitas merger dan akuisisi semakin meningkat seiring dengan intensnya perkembangan ekonomi yang makin mengglobal. Di Indonesia merger dan akuisisi menunjukkan skala peningkatan yang cukup signifikan dari tahun ke tahun.

Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dapat memperluas usahanya dengan menambah kapasitas produksi, membangun perusahaan baru ataupun dengan membeli perusahaan lain. Apabila perusahaan memperluas usahanya dengan cara menambah kapasitas produksi atau mendirikan perusahaan baru maka cara ini disebut dengan ekspansi. Ekspansi dapat dibedakan menjadi dua yaitu ekspansi usaha (*business expansion*) dan ekspansi finansial (*financial expansion*). Ekspansi usaha adalah ekspansi yang dilakukan tanpa mengubah struktur modalnya. Jadi perusahaan hanya menambah aktiva lancarnya saja tidak menambah aktiva tetap. Sedangkan ekspansi finansial dilakukan dengan menambah aktiva tetap dengan mendirikan pabrik baru, membeli perusahaan lain sehingga merubah struktur modalnya (Erni, 2002).

Pengembangan perusahaan dapat dilakukan dengan cara perluasan usaha (*business expansion*), yang disebut juga sebagai perluasan usaha secara internal ataupun perluasan usaha secara eksternal berupa penggabungan usaha (*business*

combination). Strategi merger dan akuisisi merupakan salah satu alternatif untuk perluasan usaha tersebut (Gurendrawati, 1999).

Perluasan usaha secara internal bisa dilakukan dengan menambah kapasitas produksi atau membangun divisi bisnis yang baru. Sedangkan perluasan usaha secara eksternal dapat dilakukan dengan cara menggabungkan diri dengan perusahaan lain (merger) ataupun mengambil alih perusahaan lain (akuisisi). Kata merger dan akuisisi dalam penelitian ini dianggap memiliki pengertian yang hampir sama, sehingga dapat dipertukarkan (*interchangible*).

Merger atau akuisisi sering dilakukan perusahaan saat ini karena lebih menguntungkan bagi perusahaan. Perusahaan akan mendapat tambahan aset dengan biaya yang relatif lebih murah dari pada harus membangun pabrik atau divisi yang baru.

Dengan bergabung, dua perusahaan atau lebih menjadi lebih mungkin untuk saling menunjang kegiatan usaha, sehingga keuntungan yang akan diperoleh juga lebih besar dibandingkan jika mereka melakukan usaha sendiri-sendiri.

Menurut Brigham et al (1999) dalam Prestiwanto (2002) alasan utama perusahaan melakukan merger adalah faktor sinergi yang akan meningkatkan nilai penggabungan perusahaan. Merger seharusnya dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Sinergi tersebut dapat ditimbulkan oleh 1) *Operating economies* yang dihasilkan dari skala ekonomis dalam manajemen, pemasaran, produksi/distribusi; 2) *Finansial economies*, meliputi biaya transaksi rendah; 3) *Differential efficiency*, dimana mengimplikasikan bahwa manajemen suatu perusahaan lebih efisien dan aset perusahaan bersaing akan lebih produktif sesudah merger; 4) Peningkatan kekuatan pasar (*increased market power*) berkaitan dengan tujuan mengurangi persaingan.

Alasan lain perusahaan melakukan merger dan akuisisi adalah pertimbangan pajak. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan mengakuisisi perusahaan target yang sedang mengalami kerugian. Kerugian ini dapat digunakan oleh perusahaan pengakuisisi untuk menghemat pajak (*tax saving*) (Pakering, 2001).

Informasi yang dipublikasikan dapat mempengaruhi harga saham suatu perusahaan. Pengumuman merger dan akuisisi sebagai suatu informasi dapat berpengaruh pada kedua perusahaan, baik perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi. Selain itu pengumuman merger juga dapat berpengaruh pada perusahaan lain yang berada dalam satu jenis industri yang sama.

Firth (1996) dalam Pakering (2001) menyatakan bahwa terdapat transfer informasi intra industri, yaitu berita tentang suatu perusahaan *extrapolate* (meramalkan kemungkinan) perusahaan lain dalam industri yang sama. Menurut Ang (1997) dalam Pakering (2001) menyatakan bahwa kinerja suatu saham dipengaruhi oleh perkembangan sektor industri terkait. Tingkat permintaan pada

suatu sektor industri akan memberikan pengaruh terhadap perusahaan yang terkait pada perusahaan tersebut dan selanjutnya akan terrefleksikan ke dalam harga pasar saham perusahaan tersebut. Berita yang baik (*good news*) tentang suatu perusahaan menimbulkan kenaikan harga saham perusahaan pesaing. Pengumuman suatu informasi berhubungan dengan kinerja harga saham dari perusahaan lain dalam industri yang sama. Bila hal ini terjadi maka dikatakan terdapat transfer informasi intra industri.

Perumusan Masalah

Setelah melihat latar belakang tersebut, maka rumusan masalahnya adalah:

- (1) Apakah informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* bagi para investornya?
- (2) Apakah informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* bagi investor saham perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama?

Tujuan Penelitian

- (1) Menguji apakah informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* bagi para investornya.
- (2) Menguji apakah informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* bagi investor saham perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama.

LANDASAN TEORI

Pengertian merger dan akuisisi

Menurut Moin (2003) merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktifitasnya atau bubar, sedangkan menurut Beams (2000) merger terjadi ketika sebuah perusahaan mengambil alih semua operasi dari entitas usaha lain dan entitas yang diambil alih tersebut dibubarkan

Akuisisi menurut Moin (2003) adalah pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa ini baik perusahaan pengambil alih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah, sedangkan menurut Beams (2000) menyatakan akuisisi ketika suatu perusahaan memperoleh aktiva produktif dari entitas usaha lain dan mengintegrasikan aktiva-aktiva tersebut ke dalam operasi miliknya.

Tetapi dalam penelitian ini penulis mengasumsikan bahwa kata merger dan akuisisi memiliki pengertian yang sama, karena itu dapat dipertukarkan (*interchangable*).

Tipe merger dan akuisisi

Merger dan akuisisi berdasarkan aktifitas ekonomik dapat diklasifikasikan dalam lima tipe (Moin, 2003):

- a. Merger horisontal.
- b. Merger vertikal.
- c. Merger konglomerat.
- d. Merger ekstensi pasar.
- e. Merger ekstensi produk.

Proses merger dan akuisisi

Ditinjau dari prosesnya (Prestiwanto 2002), merger dan akuisisi dapat dilakukan dengan:

- a. *Friendly* merger.
- b. *Hostile takeover*.

Motivasi perusahaan melakukan merger dan akuisisi

Menurut Brigham et al (1999) dalam Widyaningrum (2002), hal-hal yang memotivasi merger dan akuisisi adalah:

- a. Sinergi.
- b. Pertimbangan pajak.
- c. Pembelian aset dibawah biaya penggantian.
- d. Diversifikasi.
- e. Insentif pribadi manajer
- f. *Breakup value*.

Alasan-alasan melakukan merger.

Jika perluasan adalah sasaran utama dari perusahaan, perusahaan memperluas usahanya dengan melakukan penggabungan dan bukan dengan melakukan konstruksi fasilitas-fasilitas baru. Beberapa alasan perusahaan memilih melakukan merger sebagai alat perluasan adalah (Beams, 2000):

- a. Manfaat biaya (*cost advantage*).
- b. Risiko lebih rendah (*lower risk*).
- c. Penundaan operasi keuangan (*fewer operating deleys*).
- d. Mencegah pengambilalihan (*avoidance of takeovers*).

Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Jogiyanto, 2000). *Return* dapat berupa *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *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 resiko di masa mendatang.

Return ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang. *Return* ekspektasi ini sifatnya belum terjadi berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi.

Abnormal return

Abnormal return (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, 2000).

Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2000) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan model estimasi:

- a. *Mean-adjusted Model*.
- b. *Market Model*.
- c. *Market-Adjusted Model*.

Hasil Penelitian Terdahulu

Pakering (2001), menyatakan bahwa informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor, dari hasil penelitian ini juga ditemukan bahwa pengumuman merger dan akuisisi dapat menunjukkan adanya transfer informasi antar perusahaan dalam sektor industri manufaktur.

Ferlianto (1996) dalam Erni (2002), meneliti tentang dampak akuisisi terhadap kinerja *return* saham perusahaan pengakuisisi di BEJ perioda 1990-1995. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* bagi perusahaan akuisitor sebelum dan sesudah akuisisi dalam kurun waktu 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah akuisisi.

Choliq (1998) dalam Pakering (2001), melakukan penelitian tentang tanggapan pasar terhadap akuisisi eksternal dan internal. Hasil menunjukkan bahwa *abnormal return* terhadap perusahaan pengakuisisi tidak signifikan dan pasar bereaksi secara cepat dan bersama-sama menyerap informasi akuisisi sehingga tidak ada *abnormal return* yang signifikan.

Prestiwanto (2002) meneliti tentang dampak pengumuman merger dan akuisisi terhadap kesejahteraan pemegang saham perusahaan pengakuisisi. Hasil penelitian menunjukkan adanya kesejahteraan yang diperoleh perusahaan pengakuisisi di masa krisis ekonomi.

Rachmawati (2000) dalam Prestiwanto (2002) menerangkan bahwa merger dan akuisisi menyebabkan dampak *abnormal return* yang positif pada saat sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Merger dan akuisisi mengandung muatan informasi bagi pelaku pasar modal yang ditunjukkan oleh reaksi positif yaitu adanya *abnormal return* yang signifikan positif yang diperoleh pemegang saham perusahaan target pada seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Yudyatmoko (2000) dalam Pakering (2001) menguji transfer informasi antar perusahaan akuisitor dan non akuisitor dengan menggunakan sampel dalam berbagai sektor industri, hasil penelitiannya menunjukkan terjadi transfer informasi. Hal tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman akuisisi yang dilakukan akuisitor mengakibatkan *abnormal return* bagi saham perusahaan non akuisitor.

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

H₁ : Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor.

H₂ : Informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama.

METODA PENELITIAN

Penentuan Sampel

Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada periode tahun 1998-2001 yang telah terdaftar di BEJ yaitu sebanyak 8 perusahaan akuisitor dan perusahaan non akuisitor dalam satu sektor industri yang sama dengan perusahaan akuisitor sebanyak 37 perusahaan.

Metoda Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metoda *purposive sampling*. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan akuisitor dan non akuisitor yang sudah *go public* di BEJ. Sampel saham yang dipilih adalah saham biasa perusahaan akuisitor dan non akuisitor dalam satu sektor industri untuk tahun 1998-2001. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah:

- (1) Perusahaan yang dijadikan sampel adalah akuisitor yang melakukan aktivitas merger selama periode 1998-2001 serta perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama dengan jumlah yang cukup representatif.
- (2) Perusahaan akuisitor memiliki pasangan non akuisitor dengan jumlah minimal tiga emiten dalam sub sektor industri yang sama
- (3) Perusahaan non akuisitor yang telah terdaftar di BEJ sekurang-kurangnya selama 1 tahun sebelum terjadinya pengumuman merger dan akuisisi.
- (4) Saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor tersebut masih aktif diperdagangkan di BEJ.

Sumber Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang terdiri dari:

- (1) Perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 1998-2001 diperoleh dari Bapepam, serta perusahaan non akuisitor dalam industri yang sama dengan akuisitor diambil dari *Indonesian Capital Market Directory*.
- (2) Data harga saham perusahaan sampel selama 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah tanggal efektif akuisisi diperoleh dari BEJ MM UGM.
- (3) Data Indeks Harga Saham Gabungan tahun 1998-2001 diperoleh dari pojok BEJ MM UGM.

Metoda Analisis Data

Untuk menganalisis data, digunakan *event study* yang bertujuan untuk mengamati pergerakan harga saham di pasar modal akibat pengumuman merger dan akuisisi selama periode pengujian. Penelitian ini menguji ada tidaknya kandungan informasi dari suatu pengumuman merger dan akuisisi. Konsep dasar dari pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Untuk mengukur reaksi pasar, maka dalam penelitian ini digunakan *abnormal return*. Suatu pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* bagi pasar. Penelitian ini menggunakan model disesuaikan pasar (*market adjusted model*), dengan pertimbangan bahwa model ini tidak memerlukan periode estimasi seperti pada model lain, karena dikuatirkan akan terjadi bias. Dalam penelitian ini, peneliti melakukan pengujian hipotesis dengan uji-t dua sisi. Mengacu pada model yang digunakan, maka untuk menguji hipotesis dilakukan tahapan sebagai berikut (Pakering, 2001):

- (1) Menentukan periode jendela (*event window*)

Peneliti menggunakan periode jendela 41 hari, karena cukup karena untuk melihat kandungan informasi tentang pengumuman merger dan akuisisi.

- (2) Menghitung *actual return*

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

- (3) Menghitung *return* pasar harian dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

- (4) Menghitung *abnormal return* dengan rumus:

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

- (5) Menghitung rata-rata *abnormal return* (AAR) saham pada hari ke t dengan rumus:

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

- (6) Menghitung kumulatif rata-rata *return* portofolio (CAAR_{Nn})

$$CAAR_{Nn} = \sum_{t=-20}^{t=+20} AR_{nt}$$

- (7) Menghitung Kesalahan Standar Estimasi peramalan untuk saham i pada hari t

$$KSE = \sqrt{\sum_{i=1}^k \frac{(AR_{it} - \overline{AR})^2}{k-1}} \cdot 1/\sqrt{k}$$

- (8) Menghitung *abnormal return* yang signifikan dengan menggunakan rumus:

$$t = \frac{AAR_t}{KS_t}$$

Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan pengujian hipotesis dengan uji-t dua sisi

H_a ditolak bila - T_{tabel} < T_{hit} > + T_{tabel}

H_a diterima bila T_{hit} < -T_{tabel} dan T_{hit} > T_{tabel}.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dalam penelitian ini berisi profil subyek penelitian, dan karakteristik data yang digunakan. Sampel dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan akuisitor dan non akuisitor yang tercatat (*listing*) di Bursa Efek Jakarta sampai dengan akhir tahun 2001. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 45 perusahaan yang terdiri dari 37 perusahaan non akuisitor dan 8

perusahaan akuisitor. Untuk kedua kelompok perusahaan tersebut akan dilakukan analisis untuk melihat apakah terdapat *abnormal return* pada hari seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Hasil Penelitian (Uji Hipotesis)

Analisis data untuk mengestimasi *return* ekspektasi dalam penelitian ini menggunakan model estimasi *Market Adjusted Model* (model disesuaikan pasar). Model ini mengacu pada model yang digunakan oleh Rachmawati dan Tandelilin (2001), serta Pakering (2001). Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Pertimbangan lain menggunakan model ini adalah bahwa model ini tidak memerlukan perioda estimasi seperti model yang lain karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar dan pasar modal di Indonesia masih dalam tahap berkembang (*emerging market*), pada tahap tersebut pasar modal memiliki ciri sebagian besar saham yang diperdagangkan transaksinya tidak liquid (*thin market*) sehingga saham tersebut jarang diperjualbelikan. Akibatnya banyak saham yang menghasilkan *return* nol (0) selama tidak terjadi transaksi. Selain itu model ini menganggap $\alpha = 0$ dan $\beta = 1$ untuk semua sekuritas.

Pengujian pada hipotesis 1 (satu) untuk perusahaan akuisitor.

Pengujian hipotesis 1 (satu) yaitu untuk mengetahui apakah terdapat *Average Abnormal Return (AAR)* perusahaan akuisitor pada perioda sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Sampel yang digunakan untuk menguji hipotesis dari akuisitor sebanyak 8 perusahaan.

Hasil *t* hitung yang diperoleh akan dibandingkan dengan *t* tabel dengan menggunakan uji 2 sisi. *T*-tabel yang diperoleh untuk 40 hari perioda pengamatan dengan menggunakan probabilitas 5% yaitu sebesar 2,024 dan untuk 10 % *t* tabel diperoleh sebesar 1,684. *Average Abnormal Return (AAR)* dikatakan signifikan pada level 5% apabila terletak pada daerah H_0 ditolak yaitu lebih besar dari *t* tabel positif (+2,024) atau lebih kecil dari *t* tabel negatif (-2,024). Jika nilai *t* hitung terletak pada daerah H_0 diterima yaitu antara *t* tabel negatif (-2,024) dan *t* tabel positif (+2,024), maka *Average Abnormal Return (AAR)* dikatakan tidak signifikan.

Average Abnormal Return (AAR) dikatakan signifikan pada level 10% apabila terletak pada daerah H_0 ditolak yaitu lebih besar dari *t* tabel positif (+1,684) atau lebih kecil dari *t* tabel negatif (-1,684). Jika nilai *t* hitung terletak pada daerah H_0 diterima yaitu antara *t* tabel negatif (-1,684) dan *t* tabel positif (+1,684), maka *Average Abnormal Return (AAR)* dikatakan tidak signifikan. *Average Abnormal Return (AAR)* signifikan artinya bahwa pemegang saham atau investor perusahaan akuisitor memperoleh *abnormal return*, dan jika tidak

signifikan berarti bahwa investor perusahaan akuisitor tidak menerima *abnormal return*.

Tabel 4.1 berikut ini adalah hasil dari perhitungan *Average Abnormal Return (AARt)*, KSE dan t hitung untuk perusahaan akuisitor di seputar pengumuman merger dan akuisisi yaitu perioda 20 hari sebelum dan 20 hari setelah pengumuman.

Tabel 4.1
Average Abnormal Return (AAR), KSE dan t Hitung
Perusahaan Akuisitor

<i>HAR</i> <i>I</i>	AARit AK	KSE AK	<i>T HIT</i> <i>AK</i>
-20	0,006703	0,046243	0,1450
-19	0,043685	0,294199	0,1485
-18	0,038646	0,180530	0,2141
-17	0,010753	0,138472	0,0777
-16	-0,015150	0,061305	-0,2471
-15	-0,005161	0,066144	-0,0780
-14	-0,032908	0,094031	-0,3500
-13	0,026516	0,068424	0,3875
-12	0,010500	0,045954	0,2285
-11	-0,007090	0,037173	-0,1907
-10	0,020555	0,069583	0,2954
-9	-0,005563	0,124670	-0,0446
-8	0,005812	0,045830	0,1268
-7	0,020180	0,079956	0,2524
-6	-0,034080	0,065385	-0,5212
-5	-0,020959	0,074488	-0,2814
-4	-0,009472	0,081103	-0,1168
-3	-0,017354	0,067247	-0,2581
-2	0,017015	0,056231	0,3026
-1	-0,024226	0,174157	-0,1391
0	-0,000055	0,102785	-0,0005
1	0,196522	0,094616	2,0771
2	-0,154465	0,074213	-2,0814
3	0,001753	0,040676	0,0431
4	-0,004274	0,024373	-0,1754
5	-0,017911	0,090772	-0,1973
6	0,036195	0,060360	0,5996
7	-0,015368	0,125571	-0,1224

8	-0,011682	0,124578	-0,0938
9	0,009140	0,077376	0,1181
10	0,007239	0,045644	0,1586
11	-0,012101	0,143679	-0,0842
12	-0,028780	0,127678	-0,2254
13	0,022518	0,162680	0,1384
14	-0,010836	0,172290	-0,0629
15	-0,006867	0,165992	-0,0414
16	0,005210	0,049211	0,1059
17	-0,016490	0,072473	-0,2275
18	0,039735	0,153067	0,2596
19	-0,020159	0,038384	-0,5252
20	-0,012470	0,053174	-0,2345

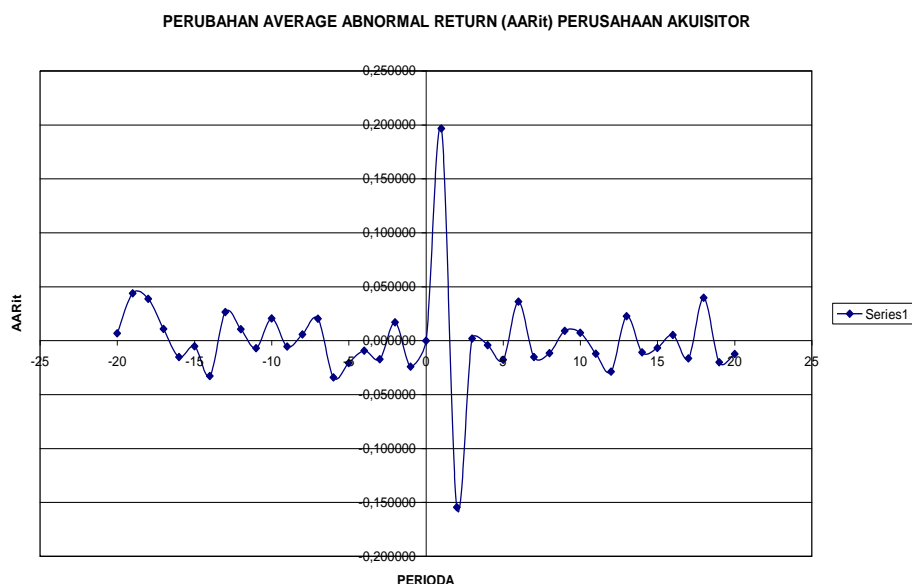
Dari tabel 4.1 tersebut dapat dilihat bahwa pada perusahaan akuisitor terdapat 22 hari (55%) dimana terdapat *Average Abnormal Return* negatif dan 18 hari (45%) untuk *Average Abnormal Return* positif pada sekitar pengumuman merger dan akuisisi. Jika dibandingkan t hitung dengan t tabel menggunakan uji dua sisi maka dapat dilihat bahwa pada perioda pengamatan terdapat *Average Abnormal Return (AAR)* yang signifikan pada level 5%, yaitu pada hari t+1 dan t+2.

Pada hari t+1 diperoleh nilai t hitung yang lebih besar dari t hitung positif yang artinya pada hari tersebut para pemegang saham perusahaan akuisitor menerima *abnormal return* positif yaitu harga saham lebih tinggi dari pada harga pasar. Pada hari t+2, t hitung lebih kecil dari t tabel negatif (-) yang artinya pada hari tersebut harga saham perusahaan akuisitor di bawah harga pasar. Hasil tersebut menunjukkan bahwa 5% dari perioda pengamatan terdapat *Average Abnormal Return (AAR)* bagi para investor perusahaan akuisitor pada waktu seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Grafik 4.1 dibawah ini menunjukkan perubahan *Average Abnormal Return (AAR)* selama perioda pengamatan yaitu 20 hari sebelum dan 20 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan akuisitor.

Dari grafik 4.1 dapat dilihat bahwa pada perusahaan akuisitor terjadi perubahan *Average Abnormal Return (AAR)* yang cukup signifikan pada hari pertama dan kedua setelah pengumuman. Pada hari sebelum pengumuman merger dan akuisisi *Average Abnormal Return (AAR)* cenderung tidak mengalami perubahan yang signifikan.

Grafik 4.1
Grafik Perubahan *Average Return Abnormal (AAR)*
Perusahaan Akuisitor



Sumber: data diolah

Setelah hari $t+1$ *Average Abnormal Return (AAR)* mengalami fluktuasi yang signifikan tetapi hanya sampai pada hari kedua setelah pengumuman ($t+2$). Nilai terendah *Average Abnormal Return (AAR)* setelah pengumuman merger dan akuisisi terjadi pada hari $t+2$, sedangkan nilai terbesar *Average Abnormal Return (AAR)* setelah pengumuman merger dan akuisisi terjadi pada hari $t+1$.

Pada hari setelah $t+2$ terjadi perubahan *Average Abnormal Return (AAR)* yang relatif cukup stabil sampai pada hari $t+20$. *Average Abnormal Return (AAR)* perusahaan akuisitor yang signifikan pada level 5%, pada perioda seputar pengumuman merger dan akuisisi tersebut hanya terjadi pada hari $t+1$ dan $t+2$.

Pengujian pada hipotesis 2 (dua) untuk perusahaan non akuisitor

Sampel yang digunakan untuk menguji hipotesis dari non akuisitor sebanyak 37 perusahaan. Tabel 4.2 menyajikan hasil perhitungan *Average Abnormal Return (AAR)* untuk seluruh sampel pada perioda pengamatan yaitu 20 hari sebelum dan 20 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi serta hasil perhitungan t hitungannya yaitu hasil perbandingan antara *Average Abnormal Return (AAR)* dengan Kesalahan Standar Estimasi (KSE).

Tabel 4.2
Average Abnormal Return (AAR), KSE dan t Hitung
Perusahaan Non Akuisitor

HA RI	AARit NON	KSE NON AK	T HIT NON
-20	0,042879	0,078704	0,5448
-19	-0,007251	0,019879	-0,3647
-18	-0,011058	0,026452	-0,4180
-17	0,004712	0,041135	0,1145
-16	0,007334	0,022792	0,3218
-15	-0,014920	0,025426	-0,5868
-14	0,005998	0,019907	0,3013
-13	0,003973	0,025019	0,1588
-12	-0,021845	0,051258	-0,4262
-11	0,026065	0,030977	0,8414
-10	-0,011442	0,027099	-0,4222
-9	-0,003533	0,017036	-0,2074
-8	0,007142	0,045821	0,1559
-7	-0,003085	0,021018	-0,1468
-6	-0,001009	0,040343	-0,0250
-5	0,005827	0,024542	0,2374
-4	-0,002376	0,026356	-0,0901
-3	0,058096	0,026611	2,1831
-2	-0,025858	0,037851	-0,6831
-1	0,000997	0,025349	0,0393
0	-0,003610	0,037665	-0,0958
1	-0,009430	0,037299	-0,2528
2	-0,013920	0,035563	-0,3914
3	0,118349	0,048036	2,4637
4	-0,111194	0,048600	-2,2880
5	-0,009414	0,023801	-0,3955
6	-0,012511	0,032997	-0,3792
7	-0,014579	0,039138	-0,3725
8	0,005230	0,024092	0,2171
9	0,036181	0,059326	0,6099
10	0,005725	0,039748	0,1440
11	0,086080	0,040391	2,1312
12	-0,071633	0,059135	-1,2113
13	0,005154	0,033225	0,1551
14	0,011236	0,033075	0,3397

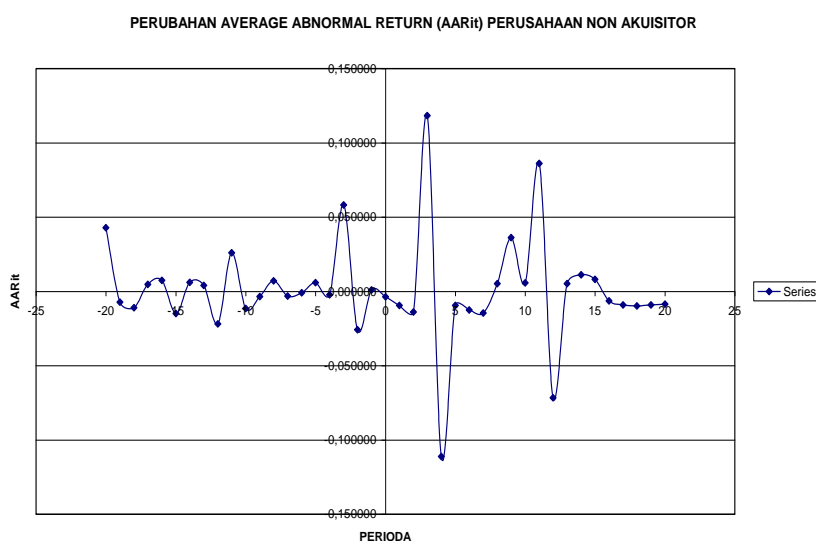
15	0,008039	0,027824	0,2889
16	-0,006408	0,028399	-0,2256
17	-0,009170	0,024201	-0,3789
18	-0,009790	0,024298	-0,4029
19	-0,009120	0,033590	-0,2715
20	-0,008625	0,028065	-0,3073

Dari tabel 4.2 dapat dilihat bahwa pada perusahaan non akuisitor terdapat 22 hari (55%) dimana terdapat *Average Abnormal Return* negatif dan 18 hari (45%) untuk *Average Abnormal Return* positif pada sekitar pengumuman merger dan akuisisi. Jika dibandingkan t hitung dengan t tabel menggunakan uji dua sisi maka dapat dilihat bahwa pada periode pengamatan terdapat *Average Return Abnormal (AAR)* yang signifikan pada level 5%, yaitu pada hari t-3, t+3, t+4 dan t+11.

Pada hari t+3, t-3 dan t+11 diperoleh nilai t hitung yang lebih besar dari t hitung positif yang artinya pada hari tersebut para pemegang saham perusahaan non akuisitor menerima *abnormal return* positif yaitu harga saham lebih tinggi dari pada harga pasar. Pada hari t+4, t hitung lebih kecil dari t tabel negatif (-) yang artinya pada hari tersebut harga saham perusahaan non akuisitor di bawah harga pasar. Hasil tersebut menunjukkan bahwa 5% dari periode pengamatan terdapat *Average Abnormal Return (AAR)* bagi para investor perusahaan non akuisitor pada waktu seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Grafik 4.2 menunjukkan perubahan *Average Abnormal Return (AAR)* selama periode pengamatan yaitu 20 hari sebelum dan 20 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan non akuisitor.

Grafik 4.2
Grafik Perubahan *Average Return Abnormal (AAR)*
Perusahaan Non Akuisitor



Sumber: data diolah

Dari grafik 4.2 dapat dilihat bahwa terjadi perubahan yang cukup signifikan pada *Average Abnormal Return (AAR)*. Pada hari sebelum pengumuman merger dan akuisisi *Average Abnormal Return (AAR)* cenderung tidak mengalami perubahan yang signifikan, dimulai pada hari t-3 atau 3 (tiga) hari sebelum pengumuman *Average Abnormal Return (AAR)* mengalami fluktuasi yang tidak stabil sampai dengan hari ke t+12.

Setelah hari t+12 *Average Abnormal Return (AAR)* tidak mengalami fluktuasi. Nilai terendah *Average Abnormal Return (AAR)* setelah pengumuman merger dan akuisisi terjadi pada hari t+4, sedangkan nilai terbesar *Average Abnormal Return (AAR)* setelah pengumuman merger dan akuisisi terjadi pada hari t+3.

Pada hari setelah t+12 terjadi perubahan *Average Abnormal Return (AAR)* yang relatif cukup stabil sampai pada hari t+20. *Average Abnormal Return (AAR)* perusahaan non akuisitor yang signifikan pada level 5%, pada periode seputar pengumuman merger dan akuisisi tersebut terjadi pada hari t-3, t+3, t+4 dan t+11.

Pembahasan (Interpretasi)

Penelitian serupa yang pernah dilakukan diantaranya oleh Rachmawati (2002) dan Prestiwanto (2002), menunjukkan hasil bahwa merger dan akuisisi menyebabkan dampak *abnormal return* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman. Hasil yang sama juga diperoleh Yudyatmoko (2000) dan Pakering (2001) yang menguji transfer informasi antara perusahaan akuisitor dan non akuisitor, hasilnya mengindikasikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan akuisitor mengakibatkan *abnormal return* bagi saham perusahaan non akuisitor.

Tidak berbeda dengan penelitian sebelumnya, hasil penelitian ini juga menunjukkan kesimpulan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan pada saat seputar pengumuman merger dan akuisisi pada perusahaan akuisitor dan non akuisitor. Adapun hasil yang diperoleh dari analisis data yang telah dilakukan dapat dijelaskan sebagai berikut:

- (1) Dari hasil perhitungan *Average Abnormal Return (AAR)* diperoleh hasil bahwa perbandingan antara *Average Abnormal Return (AAR)* positif dan negatif pada kedua kelompok perusahaan yaitu kelompok akuisitor dan non akuisitor adalah sama, yaitu sebesar 45% : 55% pada seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Hasil tersebut berarti bahwa pada periode seputar pengumuman merger dan akuisisi, pemegang saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor memperoleh *return* saham yang lebih besar dari *return* pasar sebesar 45%

(18 hari) dari perioda, dan memperoleh *return* saham yang lebih rendah dari *return* pasar sebesar 55% (20 hari) dari perioda yang diamati.

Hasil pengujian hipotesis 1 (satu) yaitu untuk kelompok perusahaan akuisitor, hasilnya menunjukkan terdapat 2 hari dimana *Average Abnormal Return (AAR)* signifikan pada 5% yaitu pada hari $t+1$ dan $t+2$. Dengan hasil yang signifikan maka penelitian ini menerima hipotesis 1 (satu).

- (2) Hasil perhitungan t hitung untuk *Average Abnormal Return (AAR)* menunjukkan hasil, untuk perusahaan non akuisitor terdapat 4 hari pada perioda pengamatan (40 hari) dimana *Average Abnormal Return (AAR)* memiliki nilai t hitung yang signifikan pada α 5%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara keseluruhan dari perioda pengamatan (40 hari) disepul pengumuman merger dan akuisisi, terdapat rata-rata *abnormal return* yang diperoleh para pemegang saham perusahaan non akuisitor. Hasil tersebut cukup menerima hipotesis 2 (dua).

SIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

Simpulan

Dari hasil uji t terhadap *Average Abnormal Return (AAR)* saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor pada hari seputar pengumuman merger dan akuisisi, ditemukan adanya *abnormal return* yang signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa pengumuman merger dan akuisisi mengandung muatan informasi bagi pelaku pasar modal, yang ditunjukkan oleh adanya *Average Abnormal Return* yang signifikan yang diperoleh pemegang saham perusahaan akuisitor maupun non akuisitor pada seputar pengumuman merger dan akuisisi.

Pengujian hipotesis 1 (satu) yaitu informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *abnormal return* saham perusahaan akuisitor. Hal ini terbukti dengan adanya *Abnormal Return* yang signifikan pada hari $+1$ dan $+2$ untuk perusahaan akuisitor. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan pengakuisi memperoleh *Abnormal Return* yang positif disepul pengumuman merger dan akuisisi.

Pengujian hipotesis 2 (dua) yaitu informasi tentang merger dan akuisisi yang diumumkan oleh perusahaan akuisitor mengakibatkan adanya *Abnormal Return* saham perusahaan non akuisitor dalam sektor industri yang sama. Hal ini terbukti dengan adanya *Abnormal return* yang signifikan pada hari -3 , $+3$, $+4$ dan $+11$ untuk saham non akuisitor. Dari keempat hari tersebut, *Abnormal Return* positif terjadi pada hari $+3$, $+4$ dan $+11$ dan *Abnormal Return* negatif hanya pada hari -3 . Hasil ini menunjukkan bahwa pengumuman merger dan akuisisi oleh akuisitor memberi dampak positif bagi pemegang saham non akuisitor. *Abnormal Return* yang signifikan ini mengindikasikan bahwa peristiwa pengumuman merger dan

akuisisi dapat menunjukkan adanya transfer informasi antara perusahaan dalam sektor industri manufaktur.

Jadi dapat dikatakan bahwa secara umum aktivitas merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta tidak memberikan tambahan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor. *Abnormal return* yang terjadi pada kelompok perusahaan akuisitor dan non akuisitor tersebut lebih banyak terjadi setelah tanggal pengumuman, hal ini mengindikasikan bahwa pasar memberikan tanggapan yang berbeda, antara sebelum dan sesudah adanya pengumuman merger dan akuisisi untuk kedua kelompok perusahaan. Adanya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan akuisitor dan non akuisitor maka berarti bahwa kedua kelompok perusahaan memperoleh tambahan kemakmuran dari aktivitas merger dan akuisisi di Bursa Efek Jakarta, dan berarti pula secara statistik tambahan kemakmuran yang diperoleh pemegang saham kedua kelompok perusahaan, adalah signifikan atau nyata.

Secara umum, temuan dalam penelitian saham dari 45 perusahaan di Bursa Efek Jakarta yang melakukan maupun yang tidak melakukan kegiatan merger dan akuisisi, mengindikasikan adanya peningkatan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan. Namun demikian pelaku pasar modal harus menganalisis terlebih dahulu kinerja perusahaan non akuisitor dan kinerja perusahaan akuisitor, karena perusahaan dengan kinerja yang baik akan menghasilkan tingkat kemakmuran yang berbeda. Disamping itu harus dianalisis apakah merger dan akuisisi yang akan dilakukan perusahaan-perusahaan tersebut untuk jangka panjang, akan menciptakan sinergi setelah terjadi merger dan akuisisi.

Saran

Dalam penelitian ini, hanya menggunakan salah satu model dalam membuat *return* ekspektasi yaitu *Market Adjusted Model*. Pada penelitian berikutnya penulis menawarkan beberapa cara untuk menentukan *return* ekspektasi, yaitu model disesuaikan rata-rata (*mean adjusted model*), model pasar (*market model*) dan *The Single Indeks Market Models (SIMM)*.

Untuk penelitian berikutnya sebaiknya penelitian serupa mencoba membandingkan ketiga model tersebut. Meskipun demikian perlu juga diperhatikan berbagai kelebihan dan kelemahan yang menyertai setiap alternatif model.

Keterbatasan

Berikut ini adalah keterbatasan yang dapat diberikan dari hasil analisis data maupun dari hasil seluruh proses penyusunan penelitian ini:

- (1) Karena keterbatasan dalam pencarian data perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, maka dalam penelitian ini hanya diambil 45

perusahaan. Sampel dengan jumlah tersebut dianggap masih kurang sehingga belum dapat dijadikan dasar generalisasi.

- (2) Periode pengamatan yang dilakukan hanya sebanyak 41 hari yaitu terdiri dari 20 hari sebelum dan 20 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Dengan semakin banyak periode jendela yang digunakan, maka hasil penelitian akan semakin akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Jogiyanto, H. M. (2000). *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi. Edisi Kedua. Yogyakarta: Bpfe.*
- Rachmawati, E. N. (2001). *Menguntungkan Akuisisi Secara Strategik Atau Finansial.*
- Tiolemba, N., & Ekawati, E. (2008). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Koefisien Respon Laba Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bej. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 4(2), 100-115.
- Mardiyanto, D. C. (2009). *Pengaruh Pemilihan Metode Akuntansi Untuk Merger Dan Akuisisi Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan Publik Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei)(Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2001-2007)* (Doctoral Dissertation, Universitas Muhammadiyah Surakarta).
- Prestiwanto, H. S. (2002). *Analisis Pengaruh Merger Dan Akuisisi Terhadap Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Pengakuisisi Di Masa Krisis Ekonomi* (Doctoral Dissertation, Universitas Gadjah Mada).
- Moin, A. (2003). *Merger, Akuisisi Dan Divestasi. Edisi I. Yogyakarta: Ekonisia.*
- Prestiwanto, H. S. (2002). *Analisis Pengaruh Merger Dan Akuisisi Terhadap Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Pengakuisisi Di Masa Krisis Ekonomi* (Doctoral Dissertation, Universitas Gadjah Mada).
- Widyaningrum, N. (2002). *Model Pembiayaan Bmt Dan Dampaknya Bagi Pengusaha Kecil: Studi Kasus Bmt Dampungan Yayasan Peramu, Bogor. Akatiga.*
- Givoly, D., & Palmon, D. (1985). Insider Trading And The Exploitation Of Inside Information: Some Empirical Evidence. *Journal Of Business*, 69-87.

Andraeni, K. (2012). *Analisis Kinerja Perusahaan Yang Diakuisisi Ditinjau Dari Pendekatan Akuntansi Dan Pendekatan Harga Saham* (Doctoral Dissertation, Universitas Widyatama).

Ismawati, K., & Budiwinarto, K. (2016). Kinerja Keuangan Dan Risiko Sistematis Perusahaan Merger. *Akuntansi, 11*.

Wiriastari, R., & Mahfud, M. K. (2010). *Analisis Dampak Pengumuman Merger Dan Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Akuisitor Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2004-2008* (Doctoral Dissertation, Universitas Diponegoro).